

Aalto-yliopisto

Teknillinen korkeakoulu

Insinööritieteiden ja arkkitehtuurin tiedekunta

Maanmittaustieteiden koulutusohjelma

## **Kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportoinnin kehittäminen**

Diplomityö

22.2.2010

**Lauri Pakkanen**



<b>AALTO-YLIOPISTO</b> <b>TEKNILLINEN KORKEAKOULU</b> <b>Insinööritieteiden ja arkkitehtuurin</b> <b>tiedekunta</b>		<b>DIPLOMITYÖN TIIVISTELMÄ</b>	
Tekijä: Lauri Pakkanen			
Työn nimi: Kiinteistö pääomarahastojen sijoittajaraportoinnin kehittäminen			
Päivämäärä: 22.2.2010	Kieli: Suomi	Sivumäärä: 91	
Tutkinto-ohjelma: Kiinteistö talous			
Pääaine: Kiinteistö johtaminen		Professuuri: Kiinteistö liiketoiminta	
Valvoja: Professori Seppo Junnila			
Ohjaaja(t): Diplomi-insinööri, kauppatieteiden maisteri Heidi Falkenbach			
<p>Tämän tutkimuksen aiheena on kiinteistö pääomarahastojen sijoittajaraportoinnin kehittäminen. Samalla tarkastellaan kiinteistö pääomarahastoja suomalaisessa kiinteistö sijoitus kentässä yleisemminkin. Tutkimuksen tarkoituksena on luoda uusi, yleistämiskelpoinen malli sijoittajaraportointiin.</p> <p>Kiinteistö pääomarahastojen sijoittajaviestinnästä tai sijoittajaraportoinnista ei ole tehty aikaisemmin akateemista tutkimusta. Tämän takia tutkimus on toteutettu laadullisena tutkimuksena, joka on osin deskriptiivinen ja osin selittävä. Tutkimuksessa käytetään haastatteluja ja lomakekyselyä kiinteistö sijoitus alan ammattilaisten mielipiteiden kartoittamiseksi. Näiden ja kirjallisuuskatsauksen pohjalta tehdään suositukset kiinteistö pääomarahastojen sijoittajaraportointille.</p> <p>Kiinteistö pääomarahastot ovat yksi epäsuoran kiinteistö sijoittamisen keino. Niiden historia on Suomessa varsin lyhyt, sillä ensimmäiset kiinteistö pääomarahastot perustettiin tänne vasta 2005. Tämä näkyy kehittymättömässä käsitteistössä ja alan toimintakulttuurissa. Osana tämän työn tuloksia on suomenkielinen käsitteistö kiinteistö pääomarahastojen sijoittajaraportointiin. Suomessa ei ole kiinteistö pääomarahastoille omaa lainsäädäntöä, eikä alalla ole niiden sijoittajaraportointille omaa ohjeistusta. Diplomityön tulosten perusteella kiinteistö pääomarahasto alan pitäisi sopia yhteisistä toimintatavoista ja ottaa käyttöön kansainvälisen mallin mukainen raportointiohjeistus.</p> <p>Kiinteistö pääomarahastojen elinkaari voidaan jakaa neljään osaan. Näiden kausien aikana rahaston toiminta muuttuu, joten sijoittajaraportoinnin on myös painotuttava eri tavoin eri kausien aikana. Raporttien sisällön on oltava sijoittajille relevanttia ja mahdollisimman vertailukelpoista.</p>			
Avainsanat: kiinteistö pääomarahasto, sijoittajaraportointi, kiinteistö pääomarahaston elinkaari			



<b>AALTO UNIVERSITY</b> <b>School of Science and Technology</b> <b>Faculty of Engineering and Architecture</b>		<b>ABSTRACT OF THE MASTER'S THESIS</b>	
Author: Lauri Pakkanen			
Name of the thesis: Developing of Investor Reporting of Closed-ended Real Estate Funds			
Date: 22.2.2010	Language: Finnish	Number of pages: 91	
Degree programme: Real Estate Studies			
Major subject: Real Estate Management		Professorship: Real Estate Business	
Supervisor: Professor Seppo Junnila			
Instructor (s): M. Sc. (Tech.), M. Sc. (Econ.) Heidi Falkenbach			
<p>The subject of the research is to develop investor reporting of closed-ended real estate funds. At the same time these funds are viewed more generally in Finnish real estate business. The object of this study is to come up with a new model of investor reporting.</p> <p>There are no earlier studies of closed-ended real estate funds' reporting or their investor relations. For that reason this study is conducted as a qualitative research, which is partly descriptive and partly explanatory. To determine real estate business' opinions, 12 experts were first interviewed and then asked to fill in a questionnaire. The main results of this research are directions for real estate funds' investor reporting. They are based on both empiric part and also literature study.</p> <p>Real estate funds are one way to invest non-directly in real estate. Their history is quite short in Finland; first real estate funds were founded in 2005. This can be seen as un-developed terminology and working methods. One conclusion of this research is Finnish terminology for real estate funds' investor reporting. There is no legislation for closed-ended real estate funds in Finland, and there are no directions or guidelines for their investor reporting. As a consequence of this study real estate funds should agree common working methods and introduce some international guidelines for investor reporting.</p> <p>Life cycle of a real estate fund can be divided into four different parts. During these parts fund's functions alter. For that reason also reporting has to alter during fund's life cycle. Reports have to be relevant and comparable for investors.</p>			
Keywords: real estate fund, investor reporting, life cycle of a real estate fund			

## Hyväksi aluksi

Oppimispolku tämän tutkimuksen takana ei ole niitä tavallisimpia, konetekniikan peruskursseista on pitkä matka pääomarahastojen sijoittajaraportointiin. Ehkä juuri siksi tästä työstä tuli näin moniulotteinen. Moniulotteisella tarkoitan onnistunutta.

Tutkimuksen mahdollisti ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy, jonka toimitusjohtaja Hannu Parikka oli keväällä 2009 hyvin kaukonäköinen. Hänen mielestään sijoittajaraportoinnin kehittäminen oli tärkeää hallinnointiyhtiölle, joka haluaa menestyä myös tulevaisuudessa. Suuret kiitokset Hannulle, joka antoi kontaktinsa ja asiantuntemuksensa käyttööni. Kiitokset tuesta myös Tommylle ja Juhalle. Työympäristö Kluuvikadulla on ollut oivallinen.

Kiitokset ohjaajalleni Heidi Falkenbachille ja professorilleni Seppo Junnilalle.

Liha on uhmannut aikaa. Kiitokset kaikille myötäeläneille – olisitteko uskoneet? Minä uskoin.

Kluuvikadulla 12.2.2010,

Lauri Oberon Pakkanen

# Sisällysluettelo

I Teoreettinen viitekehys .....	2
1 Johdanto.....	2
1.1 Tutkimuksen tausta ja tarkoitus .....	2
1.2 Tutkimuskysymykset ja tutkimuksen rajaus.....	3
1.3 Tutkimusmenetelmät .....	3
1.4 Käytettävä aineisto.....	4
1.4.1 Aikaisemmat tutkimukset.....	5
1.4.2 Haastattelut .....	7
1.5 Tutkimuksen rakenne.....	9
II Kirjallisuuskatsaus .....	11
2 Kiinteistösijoittaminen Suomessa .....	11
2.1 Suora kiinteistösijoittaminen .....	12
2.1.1 Institutionaaliset ja fyysiset ominaispiirteet .....	12
2.1.2 Markkinoiden ja talouden ominaispiirteet.....	13
2.1.3 Muita erityispiirteitä .....	14
2.2 Epäsuora kiinteistösijoittaminen.....	15
2.2.1 Kiinteistösijoitusyhtiöt .....	16
2.2.2 Kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit .....	17
2.2.3 Kiinteistörahasot.....	17
3 Kiinteistöpääomarahastot Suomessa .....	21
3.1 Pääomasijoittaminen yleisesti.....	21
3.2 Kiinteistöpääomarahastojen toiminta .....	22
3.2.1 Lainsäädäntö ja rakenne .....	23
3.2.2 Toiminta ja osapuolet .....	24
3.2.3 Elinkaari .....	26

3.3	Kiinteistöpääomarahastojen eri ulottuvuuksia.....	28
4	Sijoittajaraportointi kiinteistöpääomarahastoissa.....	30
4.1	Sijoittajaviestinnän historiaa.....	30
4.2	Sijoittajaviestinnän tavoitteet.....	30
4.3	Muiden instrumenttien sijoittajaviestinnästä.....	31
4.4	Kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointi.....	33
4.5	INREV:n ja NCREIF:n suositukset sijoittajaraportoinnista.....	34
4.6	Muu sijoittajaviestintä.....	35
4.7	Sijoituksen kontrolloinnista.....	36
III	Empiria.....	38
5	Haastattelut.....	38
5.1	Raportin sisältö ja tiedon eri käyttäjät.....	42
5.1.1	Tunnusluvut.....	42
5.1.2	Tietojen vertailukelpoisuus.....	46
5.2	Kontrollointi.....	49
5.3	Tiedon tarve.....	50
5.4	Muu sijoittajaviestintä.....	54
5.5	Raportointi rahaston elinkaaren eri vaiheissa.....	55
5.6	Normisto ja sen määrittely.....	59
IV	Tutkimuksen tulokset.....	63
6	Kirjallisuusanalyysi.....	63
7	Empiirinen analyysi.....	68
8	Synteesi.....	71
8.1	Elinkaari.....	72
8.1.1	Käsitteistö.....	72
8.1.2	Raportointi elinkaaren eri vaiheissa.....	73

8.2	Normisto .....	75
8.3	Raporttirakenne.....	75
9	Johtopäätökset ja tutkimustulosten pohdintaa .....	78
9.1	Tutkimuksen arviointi.....	80
9.2	Jatkotutkimusaiheita .....	80
LÄHDELUETTELO .....		82
Liitteet.....		92



## Kuvaluettelo

Kuva 1 Tutkimuksen rakenne.....	10
Kuva 2 Suomalaiset kiinteistömarkkinat (Hudson-Wilson 2003; Falkenbach & Kiehelä 2008).....	16
Kuva 3 Suomalaisen kiinteistöpääomarahaston rakenne (Lauriala 2005, s. 34).....	24
Kuva 4 Kiinteistöpääomarahaston elinkaari (mukaillen Falkenbach & Rouhento 2009; ICECAPITAL 2009) .....	26
Kuva 5 Haastattelukysymysten muodostaminen.....	38
Kuva 6 Raporteista ehdottomasti vaadittavat tiedot vertailu: hallinto ja kiinteistösijoittajat. ....	44
Kuva 7 NAV-laskukaavan tarpeellisuus. ....	48
Kuva 8 Sijoitusneuvoston merkitys.....	52
Kuva 9 Raportoinnin tiheys aktiivisella sijoituskaudella (kyselyssä käytetty termiä investointiperiodi).....	57
Kuva 10 Raportoinnin tiheys vakiintumiskauden aikana (kyselyssä käytettiin termiä juoksuaika). ....	58
Kuva 11 Lainsäädännön tarpeellisuus. ....	60
Kuva 12 Normiston tarpeellisuus. ....	61
Kuva 13 Kiinteistöpääomarahastojen kehittyminen.....	64
Kuva 14 Käsitteistöepäselvyyden kerrannaisvaikutus. ....	67
Kuva 15 Kiinteistöpääomarahaston elinkaari ja käsitteistö.....	73
Kuva 16 Raportointierot elinkaaren eri vaiheissa. ....	74

## **Taulukkoluetelo**

Taulukko 1 Tutkimuksessa haastatellut asiantuntijat.....	9
Taulukko 2 Suosituksia ja tuloksia (Suomen sijoitusrahastoyhdistys 2005; Iivonen 1999, s. 56–66) .....	32
Taulukko 3 INREV:n ja NCREIF:n suositukset vuosiraporttien sisällöstä. (INREV 2008; NCREIF 2008) .....	35
Taulukko 4 Kaikki haastattelukysymykset.....	39
Taulukko 5 Haastateltavien taustaa koskevat haastattelukysymykset.....	40
Taulukko 6 Haastateltavien jaottelu kolmeen luokkaan sijoituskokemuksen perusteella .....	41
Taulukko 7 Raportoinnin funktiota koskevat haastattelukysymykset.....	42
Taulukko 8 Käsitteistöä ja vertailukelpoisuutta koskevat haastattelukysymykset.....	47
Taulukko 9 Kontrollointia koskevat haastattelukysymykset.....	49
Taulukko 10 Tiedon tarvetta koskevat haastattelukysymykset. ....	51
Taulukko 11 Muuta sijoittajaviestintää koskevat haastattelukysymykset.....	54
Taulukko 12 Rahaston elinkaaren eri vaiheiden raportointia koskevat haastattelukysymykset.....	55
Taulukko 13 Normistoa koskevat haastattelukysymykset. ....	60
Taulukko 14 Raporttirakenne.....	76

## **Sanasto**

### **Asiakasraportointi**

Ks. Sijoittajaraportointi

### **Closed-end**

Ks. Kiinteäpääomainen rahasto.

### **Duraatio**

Joukkovelkakirjan tai rahasto-osuuden tuotto- ja hintariskin mittari, joka kertoo missä ajassa keskimäärin pääoma ja korot maksetaan sijoittajalle. (Pörssisäätiö)

### **Hallinnointiyhtiö**

Tässä työssä hallinnointiyhtiöllä tarkoitetaan rahaston perustavaa ja rahastoa hoitavaa yhtiötä, jonka tehtäviä ovat mm. sijoitusten tekeminen, rahoitus, rahaston käytännön toiminnan hoitaminen, raportointi ja kiinteistövarallisuuden hoito, joka voidaan tosin myös ulkoistaa. (NCREIF 2006)

### **INREV**

European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles.

### **Investor relations (IR)**

Kts. sijoittajaviestintä

### **Instrumentti**

Tässä työssä instrumentti kuvaa arvopaperikaupan kohdetta, joka voi olla esim. joukkovelkakirja, osake, rahasto-osuus, sijoitustodistus tai johdannaissopimus. (Pörssisäätiö)

### **Aktiivinen sijoituskausi** (engl. commitment period)

ks. Investointikausi, elinkaari, hankintakausi, sijoituskausi. Kiinteäpääomaisten rahastojen elinkaaren vaihe, jonka aikana manageri hankkii sijoitettavat kohteet. Tämä kestää yleensä 1–3 vuotta. (Lauriala 2005)

### **Kiinteistöpääomarahasto**

Kiinteistöpääomarahasto on epäsuoran kiinteistösijoittamisen muoto, jonka toiminta on usein verotuksellisesti tehokasta perustuen eri maiden lainsäädäntöjen mukaisiin kiinteistörahastomalleihin. Kiinteistörahastomallin mukainen status antaa rahastolle verovapauden, joka edellyttää kuitenkin usein lain asettamien erityisvaatimusten täyttämisen (esim. osingonjako). (Hidén & Tähtinen 2004) Tässä tutkimuksessa kiinteistöpääomarahastoista käytetään usein vain termiä *rahasto*.

### **Kiinteäpääomainen rahasto** (engl. closed-end)

Rahasto, jolla on ennalta määritetty, yleensä 5–12 v., elinikä ja sijoittajien lukumäärä. Kiinteäpääomaiset rahastot hankkivat kiinteistöportfolion, jonka kohteet pidetään tyypillisesti koko rahaston eliniän ajan. Jos kohteita myydään jo ennen eliniän päättymistä, saatuja tuottoja ei yleensä sijoiteta uudelleen. (NCREIF 2006; Anderson & Born 2002, s. 5) Suomessa kiinteäpääomaista rahastoa kutsutaan myös suljetuksi rahastoksi.



**Kovenantti** (engl. covenant)

Sopimusvakuus. Kovenantti on luottosopimukseen otettava erityisehto, joka korvaa vakuuden.

**Listattu**

Julkisesti pörssiin listattu kiinteistösijoitusinstrumentti voi olla Suomessa kiinteistösijoitusyhtiö tai vastaava. Maailmalla on myös listattuja kiinteistöpääomarahastoja. Suomessa julkisesti listatut instrumentit ovat rahoitusvalvonnan alaisia ja niiden kaupankäynti on täysin julkista.

**Listaamaton**

Listaamattomilla kiinteistöpääomarahastoilla ei ole omaa markkinapaikkaa, niiden hinta ei määräydy julkisesti, eikä niitä määrittele Suomessa juuri minkäänlainen lainsäädäntö tai muu ohje.

**Manageri**

Ks. Hallinnointiyhtiö.

**NAV** (Net asset value)

Kiinteistösijoitusyhtiön nettovarallisuuden markkina-arvo (NAV) saadaan, kun yhtiön kiinteistöomaisuuden markkina-arvoihin lisätään muut varallisuuserät ja vähennetään vieras pääoma. (KTI 2000, s. 39)

**NAV-discount**

Kiinteistöpääomarahaston tai kiinteistösijoitusyhtiön markkina-arvon ja niiden nettovarallisuuden arvon välinen erotus. (Anderson & Born 2002, s. 49–60)

**NCREIF**

The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries

**Neuvottelukunta** (engl. Advisory Board)

Neuvottelukunnalla tarkoitetaan yleensä sijoittajista tai heidän edustajistaan koostuvaa elintä, joka valvoo sijoittajien etuja ja neuvottelee hallinnointiyhtiön kanssa mahdollisissa muutos- ja konfliktitilanteissa. Neuvottelukunnan kokouksissa saatetaan myös tarvittaessa äänestää sijoittajien hyväksyntää vaativista asioista. (NCREIF 2006)

**Open-end**

Ks. Vaihtuvapääomainen rahasto.

**Opportunity**

Tässä työssä opportunity on sijoitustyyli, joka kuvaa korkeatuottoista ja -riskistä rahastoa (ns. riskirahasto). Tuottoa pyritään saamaan kiinteistökehityksellä ja korkeariskisillä kohteilla. Ks. sijoitustyyli

**Pääomakutsu** (engl. capital call)

Hallinnointiyhtiö kutsuu hallinnoimansa rahaston sijoittajilta pääomia. Yleensä rahastosijoittaja sitoutuu sijoittamaan rahastoon tietyn pääoman, jota hallinnointiyhtiö kutsuu useammissa erissä samanaikaisesti kun rahasto tekee uusia sijoituksia. (CapMan)

**Pääomasijoittaminen** (engl. Private equity)

Sijoittaminen, jossa pyritään hakemaan tuottoa kasvuyrityksistä. Tuotto saadaan joko viemällä yritys pörssiin tai myymällä se eteenpäin. Pääomasijoittamista kutsutaan myös riskisijoittamiseksi. (Pörssisäätiö)

**Rahasto**

Tässä työssä rahasto-käsitettä on käytetty yleisluonteisesti kuvaamaan erilaisia kiinteistöjä omistavia epäsuoria kiinteistösijoitusinstrumentteja eli instrumentin synonyymina. Ks. Instrumentti.

**Sijoittajaraportointi**

Kts. asiakasraportointi

**Sijoitusneuvosto** (engl. investment committee)

Sijoitusneuvosto on toimielin, joka hyväksyy rahaston hallinnointiyhtiön sijoituspäätökset. Sijoitusneuvosto koostuu yleensä hallinnointiyhtiön johdosta ja joskus myös osittain rahaston ulkopuolisista kiinteistöalan ammattilaisista. Sijoitusneuvostoon ei yleensä kuulu sijoittajien edustajia. (Hidén & Tähtinen)

**Hallinnointisopimus**

Kts. osakassopimus.

**Osakassopimus**

Tässä tutkimuksessa tällä tarkoitetaan yleisesti hallinnointiyhtiön ja sijoittajan välistä sopimusta.

**Sijoitustyyli** (engl. investment style)

Sijoitustyyli kuvaa instrumentin riski-tuotto-profiilia. Epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa sijoitustyylin eri luokkia ovat core, core-plus (value-added) ja opportunity. (INREV 2008)

**Sijoittajaviestintä** (engl. investor relations, IR)

Investor relations termille on suomalaisessa kirjallisuudessa erilaisia käännöksiä. Tässä tutkimuksessa puhutaan *sijoittajaviestinnästä* (*investor relations*, IR), jonka katsotaan kattavan osittain myös käsitteen *sijoittajasuhteet* ja englanninkielisen käsitteen *public relations*. Alan kansainväliseksi lyhenteeksi on vakiintunut ”IR”, jota käytetään paljon Suomessakin. (Mars ym.2000, s. 11–12)

**Sisäinen korkokanta** (engl. Internal rate of return, IRR)

Sijoittajan saama keskimääräinen vuosittainen nettotuotto sijoitukselle koko sijoitusperiodin ajalta. (CapMan)

**Vaihtuvapääomainen rahasto** (engl. open-end)

Rahasto, jonka elinikä ei ole ennalta määritetty. Sijoittajat voivat liittyä tai irtautua rahastosta milloin tahansa halutessaan. Rahastolla on osuuksien lunastusvelvollisuus sijoittajan halutessa irtautua rahastosta. (Anderson & Born 2002, s. 4) Suomessa vaihtuvapääomaista rahastoa kutsutaan myös avoimeksi rahastoksi.



**Verotuksellinen läpinäkyvyys**

Verotuksellisesti läpinäkyvällä rahastolla tarkoitetaan, että rahasto ei maksa veroa toimintansa tuotoista, jolloin rahaston omistamien kiinteistöjen tuotot kulkeutuvat mahdollisimman neutraalisti sijoittajille.

# I Teoreettinen viitekehys

## 1 Johdanto

### 1.1 Tutkimuksen tausta ja tarkoitus

Kiinteistösijoittaminen on alana kokenut suuria muutoksia viimeisen 10–15 vuoden aikana. Pääomasijoitusmarkkinoiden instrumenttien<sup>1</sup> yhdistäminen kiinteistösijoittamiseen avasi mahdollisuuksia uudentlaisille markkinoille ja markkinaosapuolille. Kiinteistösijoittamisen määrä on ollut vielä 1990-luvulla hyvin pientä suhteessa kiinteistövarallisuuden kokonaismäärään maailman pääomamarkkinoilla (Kaleva ym. 1996, s. 38; Puttonen & Kivisaari 1997, s. 170). Yksi syy tähän on, että tiloja käyttävät tahot ovat aikaisemmin halunneet omistaa käyttämänsä kiinteistöt itse. Kiinteistösijoitusinstrumenttien monipuolistuminen on lisännyt kilpailua ja tehnyt näistä instrumenteista entistä avoimempia ja tehokkaampia. Monet institutionaaliset sijoittajat ovat muuttaneet suoria kiinteistösijoituksiaan epäsuoraksi sijoittamiseksi. Kansainvälisten sijoittajien ja erilaisten rahastojen tulo Suomen markkinoille 2000-luvun aikana on muuttanut omistajasuhteita suuresti. Kuitenkin institutionaaliset sijoittajat hallitsevat edelleenkin suomalaisia kiinteistömarkkinoita.

Kiinteistöpääomarahastot ovat yksi hyvä esimerkki epäsuorasta kiinteistösijoittamisesta. Niiden pohjana ovat amerikkalainen REIT-malli ja kansainväliset kokemukset pääomarahastoista. Suomessa tämä sijoitusinstrumentti on kuitenkin niin uusi, ettei sille ole tällä hetkellä edes omaa lainsäädäntöä tai alan omaa toimintakulttuuria. Vaikka kiinteistöpääomarahastojen määrä on tasaisesti kasvanut Suomessa, ei niiden sijoittajaraportoinnin periaatteita ja käytäntöjä ole aikaisemmin tutkittu. Aikaisemmissa tutkimuksissa on tarkasteltu kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajaviestintää ja kotitalouksille suunnattujen sijoitusinstrumenttien raportointivaatimuksia.

Tässä tutkimuksessa selvitetään kiinteistösijoittamisen erityispiirteitä ja niiden toteutumista kiinteistöpääomarahastoissa. Tutkimuksessa kuvataan suomalaisten kiinteistöpääomarahastojen toimintaperiaatteet ja selvitetään suomalaisten sijoittajien odotukset kiinteistöpääomarahastojen raportoinnille. Tulosten pohjalta on tarkoitus muodostaa malli hyvästä raportointikäytännöstä kiinteistöpääomarahaston elinkaaren eri vaiheissa. Kiinteistöpääomarahastojen määrän lisääntyessä Suomessa ja alan kasvaessa on hyvin tärkeää, että alalla on yhtenäiset raportointikäytännöt, minkä takia alan toimintoja on syytä standardisoida. Myös alan hyvin kirjavat käsitekäytännöt aiheuttavat ongelmia alan toimijoille.

---

<sup>1</sup> Instrumentti: Arvopaperikaupan kohde esim. joukkovelkakirja, osake, rahasto-osuus, sijoitustodistus tai johdannaisopimus. <http://www.porssisaatio.fi/>

Tutkimuksen tilaajalla on kolme suljettua listaamatonta kiinteistöpääomarahastoa, joista kaksi keskittyy Suomen ja yksi Venäjän asuntomarkkinoille. Uusin näistä on perustettu toukokuussa 2009 ja tämän kautta tilaajan asiakasmäärä lisääntyi huomattavasti. Tämä on tuonut toimintaan ja varsinkin sijoittajaviestintään aivan uusia haasteita, joita tämän työn avulla halutaan ratkaista.

## **1.2 Tutkimuskysymykset ja tutkimuksen rajaus**

Tutkimusongelmaa lähestyttiin muodostamalla ensin tiettyjä tutkimuksellisia kokonaisuuksia, jotka ovat tärkeimpiä kehitettävän raportointimallin kannalta. Marshall & Rossman (2002, s. 33–34) mukaan relevantit tutkimuskysymykset muotoutuvat usein tutkimusprosessin aikana, niin tässäkin tutkimuksessa. Tutkimuksen alkuvaiheessa hyvien lähteiden löytäminen oli vaikeaa ja lopulta tässä työssä on jouduttu soveltamaan kirjallisen lähdeaineiston pohjalta käytännön toimintaan aivan uudenlaisia malleja. Tämä johti myös tutkimuskysymysten tarkentumiseen tutkimuksen aikana.

– Millaista on hyvä kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointi ja mistä osista se rakentuu?

- Millaisia eroja rahaston raportoinnissa on sen elinkaaren eri vaiheissa?
- Pitäisikö Suomessa olla normisto/ohjeistus kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportoinnille ja toiminnalle yleensä?
- Miten suomalaisten kiinteistöpääomarahastojen rakenne näkyy niiden sijoittajaraportoinnissa?

Tutkimus rajoitetaan koskemaan listaamattomia ja kiinteöpääomaisia suomalaisia kiinteistöpääomarahastoja, joiden yhtiömuotona on kommandiittiyhtiö. Tutkimuksessa ei mietitä mahdollisten lainsäädännöllisten muutosten vaikutusta näiden rahastojen rakenteen, niiden ulkoiseen kontrollointiin tai sijoittajapohjan muuttumiseen. Tutkimuksessa ei tutkita kiinteistöpääomarahaston varainhankintakauden (*capital-raising period*) aikaista viestintää. Rahastojen markkinointiviestintää ja myymistä sijoittajille ei siis käsitellä, vaan tutkimuksessa keskitytään olemassa olevien rahastojen sijoittajaviestintään ja sijoittajaraportointiin.

## **1.3 Tutkimusmenetelmät**

Diplomityössäni tutkin analyttisesti epäsuoraan kiinteistösiioittamiseen liittyvää sijoittajaviestintää, keskittyen kiinteistöpääomarahastojen asiakasraportoinnin kehittämiseen. Tutkimuksessa käytetään erilaisia laadullisen tutkimuksen menetelmiä, kuten kirjallisuuden ja olemassa olevan tutkimuksen analyysia, asiantuntijahaastatteluja ja näiden yhdistelmiä. Laadullinen tutkimus on vaikeasti määriteltävä ja rajattava alue, koska usein samoja asioita voidaan tutkia laadullisesti (*kvalitatiivisesti*) ja määrällisesti (*kvalitatiivisesti*). Eskola ja Suoranta sanovatkin kvalitatiivisen tutkimuksen saavan käyttövoimansa juuri suhteestaan kvantitatiiviseen tutkimukseen ja sen tutkimusaineiston analysointiin. Myös tässä tutkimuksessa liikutaan hyvin vaikeasti rajattavalla alueella tämän suhteen. (Eskola & Suoranta 2003, s. 13.) Laadullinen tutkimus voidaan jakaa ja jäsenellä alalajeihinsa monilla eri tavoilla. Marshall &



Rossmann (2002, s. 33–34) jakavat laadullisen tutkimuksen neljään eri alalajiin, tarkoituksensa mukaan. Nämä ovat *eksploratiivinen (exploratory) tutkimus*, *selittävä (explanatory) tutkimus*, *deskriptiivinen eli kuvaileva (descriptive) tutkimus* ja *emansipatorinen (emancipatory) tutkimus*. Tämä diplomityö on luonteeltaan deskriptiivinen, siinä kuvaillaan erilaisia tapahtumia ja ilmiöitä. Se on empiirisen tutkimuksen normaalitapaus, jossa etsitään vastausta kysymyksiin ”mitä”, ”missä” ja ”milloin”. Tyypillinen tutkimusstrategia on tällöin kysely. Sen lisäksi tämä on osin selittävä, koska tässä etsitään syy- ja seuraussuhteita ja tarkoituksena on muodostaa yleistettävissä olevia tutkimustuloksia. Tämä ei kuitenkaan ole eksploratiivinen, koska tässä ei ole tarkoitus luoda uutta teoriaa asiantuntija–asiantuntija-viestintään, vaan kehittää tutkimustulosten pohjalta uusi malli sijoittajaraportointiin. Tutkimus on, kuten aiemmin mainittiin, myös analyyttinen, sillä tarkoituksena on löytää yleistettävissä oleva tutkimustulos. Kirjallisuusanalyysi ja empiirinen analyysi tehdään erikseen, mutta niissä molemmissa eritellään ensin erilaisia tutkimuksessa ilmenneitä ongelmia ja pääkohtia, minkä jälkeen tehdään yhteenveto.

## 1.4 Käytettävä aineisto

Michael Quinn Patton määrittelee kirjassaan *Qualitative Research & Evaluation Methods* (Patton 2002, s. 4), että on olemassa kolmenlaista laadullista aineistoa, jonka pohjalta laadullinen tutkimus voidaan tehdä.

### *Haastattelut*

Avoimet kysymykset ja syvähaastattelut ihmisten kokemuksista, odotuksista, mielipiteistä, tunteista ja tiedoista.

### *Havainnot*

Kuvaukset käyttäytymisestä, keskusteluista, ihmisten välisestä vuorovaikutuksesta, organisaatioiden tai yhteisöjen prosesseista tai mistä tahansa havaittavissa olevasta ihmisten käyttäytymisestä. Aineisto koostuu tällöin kenttätutkimuksessa tehdyistä muistiinpanoista: laajat ja yksityiskohtaiset havainnot, joista käy selkeästi ilmi havaintojen konteksti.

### *Dokumentit*

Kirjoitettu materiaali ja muu dokumentointi, viralliset julkaisut ja raportit, henkilökohtaiset päiväkirjat, kirjeet sekä kirjalliset vastaukset kyselyihin. Tällainen aineisto koostuu sellaisista dokumenteista, joita ei ole irrotettu kontekstistaan.

Samantyyppiseen luokitteluun päätyvät myös Tuomi ja Sarajärvi (2009, s. 71), joiden mukaan näitä aineistoja voidaan käyttää vaihtoehtoisesti, rinnan tai yhdistellen. Tässä diplomityössä tutkimuksen pohjana käytetään dokumenttien (= kaikki kirjallinen aineisto) ja haastattelujen yhdistelmää. Tällöin on hyvä huomioda aineistotriangulaatio. Siinä yhdistellään erilaisia aineistoja, kuten haastatteluja, lehtiartikkeleita, kirjoja, jne., keskenään samassa tutkimuksessa. Tarkoituksena on korjata ja päivittää lähteinä olevien kirjojen tietoja uudemmilla artikkeleilla ja haastatteluilla. Näin lisätään varmuutta tulosten ja johtopäätösten oikeellisuudesta. Triangulaatiolla tarkoitetaan erilaisten aineistojen, teorioiden ja/tai menetelmien käyttöä samassa tutkimuksessa. Sen käyttöä perustellaan yleisesti sillä, että yksittäisellä tutkimusmenetelmällä on vaikea saada kattavaa ja uskottavaa kuvaa tutkittavasta kohteesta kokonaisuutena. Useammalla

tutkimusmenetelmällä voidaan myös tasapainottaa yksittäisen tutkimusmenetelmän mahdollisia liiallisia painotuksia oikeampaan suuntaan. Triangulaation avulla voidaan tutkittavaan aiheeseen saada objektiivinen ja totuudenmukainen näkemys ja se rikastuttaa tutkijan näkökulmaa tutkittavasta aihealueesta. Toisaalta triangulaatiota pidetään myös hankalana ja siihen suhtaudutaan ristiriitaisestikin. On nimittäin mahdollista, että erilaisilla tutkimusmenetelmillä saadut tulokset voivat johtaa toisen menetelmän suosimiseen. Tai voi syntyä tilanne, jossa todellisuudessa onkin tutkittu kahta eri asiaa ja tulosten tulkinta vääristyy. (Tuomi & Sarajärvi 2009, s. 143–147; Marshall & Rossman, 2002, s. 54.) Tässä tutkimuksessa triangulaation huomioiminen kuitenkin puolustaa selkeästi paikkaansa aineiston epätasaisuuden ja tutkimusparadigman epäselvyyden takia. Vaikka onkin totta, että eri tutkijat ja kirjoittajat voivat tutkia asiaa eri näkökulmasta tai jopa välillä lopulta kokonaan eri aihetta, niin vastuu jää kuitenkin aineiston tulkitsijalle ja tutkimuksen tekijälle. Tämä triangulaation aspekti otetaan huomioon tutkimusanalyysiosioissa.

### 1.4.1 Aikaisemmat tutkimukset

Tällä alalla tutkimusparadigmoissa esiintyy ristiriitoja, mikä johtuu alan nuoresta iästä, terminologia- ja määrittelyepäselvyyksistä ja varsinkin siitä, ettei alalla juuri ole akateemista tutkimusta. Tutkijan on itse pohdittava sitä, mitkä ovat tutkimusaiheen piilevät oletukset ja mitä hän tutkijana tuo lisää aihealueeseen. On hyvä olla tietoinen tutkimuskohteeseensa liittyvästä muusta tutkimuksesta ja tutkimusalueen tutkimustavoista, jotta voi yhdistää uudet tutkimustulokset ja teorian. Aukkojen löytäminen aikaisemmissa tutkimuksissa toimii usein motivaattorina luoda uusia malleja. Marshall & Rossman kuvaavat tätä *keskusteluksi* tutkijan ja aiheeseen liittyvän kirjallisuuden välillä (Marshall & Rossman 2005, s. 101–107). Olemassa olevan tutkimuksen mahdollisia puutteita esitellään tarkemmin kirjallisuusanalyysissä luvussa 6.

Kiinteistösijoittamisesta on kirjoitettu monia eri teoksia maailmalla. Tähän tutkimukseen valittiin olemassa olevista kirjoista olennaisimpia (esim. (Hoesli & MacGregor 2000), samalla ottaen huomioon myös uusimpia alan teokset (esim. Suárez 2009). Monissa eri artikkeleissa on myös pohdittu kiinteistösijoittamisen erilaisia ominaispiirteitä. (Hudson-Wilson 1995; Brounen ym. 2003; Brounen ym. 2007; Falzon 2003; Hudson-Wilson ym. 2003) Artikkelit ovat tuoneet lisätietoja ja päivityksiä muussa kirjallisuudessa olleisiin näkemyksiin.

Brounenin mukaan listaamattomista kiinteistösijoitusinstrumenteista ja niiden sijoittajaraportoinnista on tehty hyvin vähän tai ei ollenkaan akateemista tutkimusta (Brounen ym. 2007). Suomessa kiinteistö pääomarahastoista on tehty lähinnä kohteiden arviointiin liittyviä tutkimuksia. Sijoittajaraportoinnista ei löytynyt suoraan minkään tyyppistä akateemista tutkimusta. Teknillisessä korkeakoulussa on tehty kaksi diplomityötä (Iivonen 1998; Hartikainen 2001), joissa käsitellään kiinteistöliiketoiminnan sijoittajaviestintää. Mikko Iivonen tutki diplomityössään (Iivonen 1998) suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden vuosikertomusten sijoitusinformaation tasoa. Hänen mukaansa nämä olivat pörssin keskimääräistä tasoa huonompia. Toimitusjohtajat olivat Iivosen tutkimuksessa kuitenkin jo myöntäneet



sijoittajaviestinnän tarpeellisuuden sekä vuosikertomuksen ja muun raportoinnin tason merkityksen sijoittajille. Hänen tutkimuksessaan kävi ilmi suomalaisten kiinteistösiirtusyhtiöiden vuosikertomusten puutteet, kun niitä verrattiin vastaaviin ruotsalaisiin. Syynä pidettiin sitä, että Ruotsissa Svergies Finansanalytikers Förening (SFF) antaa omat suosituksensa vuosikertomusten informaation määrästä. Hartikaisen (2001) tutkimuksessa selvitettiin pörssin päälistan kiinteistösiirtusyhtiöiden sijoittajaviestinnän tilaa vuonna 2001. Yhtiöt olivat parantaneet sijoittajaviestintäänsä, mutta siinä riittää edelleen kehitettävää.

Näiden töiden lisäksi Maria Kare (2004) tutki diplomityössään epäsuorien kiinteistöinstrumenttien valintakriteereitä. Työssä on pohdittu myös suljettuja rahastoja (tuolloin niitä ei vielä ollut olemassa) suomalaisilla sijoitusmarkkinoilla. Linda Haapion 2009 valmistuneessa diplomityössä tutkittiin kiinteistöpääomarahastojen palkkiorakenteita. Haapion työssä on mietitty rahastomanagerien ja sijoittajien välistä suhdetta ja sijoituksen kontrollointimahdollisuuksia. Työn tulokset on otettu huomioon tätä tutkimusta suunniteltaessa. Jussi Rouhennon (2007) lisensiaattityössä tutkittiin erilaisia riskejä rahastomanagerin näkökulmasta.

Helsinki School of Economicin pro gradu -töissä (Thusberg 2003; Hertzen 2003; Pasanen 2005; Kerbs 2008; Tynkkynen 2008; Pirskanen 2008) on tutkittu rahastosijoittamiseen liittyen hajauttamisen hyötyjä, kovenantteja, rahastomarkkinoiden kansainvälistymistä, mutual fund -lainsäädäntöä ja kotitalouksiin suuntautuvaa sijoittajaviestintää. Näiden tutkimusten yleinen johtopäätös on ollut se, että rahastosijoittaminen ja pääomasijoittaminen ovat Suomessa uusi ja kehittyvä ala, joka hakee vielä muotoaan. Sijoittajaviestinnän tärkeys ymmärretään, mutta sitä ei välttämättä toteuteta käytännössä.

Pääomasijoittamisesta ja pääomarahastojen rakenteesta on Suomessa kirjoitettu kohtuullisesti. 1990-luvun teokset (Kaleva & Olkkonen 1996; Kaleva ym. 1995; Puttonen & Kivisaari 1997) keskittyvät epäsuoran sijoittamisen yleiseen määrittelyyn ja eri instrumenttien sivuamiseen. Useat tutkimukset kuvaavat makrotasolla epäsuorien kiinteistömarkkinoiden yleistilannetta maailmalla ja kertovat sijoitustapojen historiasta ja kehityksestä. 2000-luvulla ilmestyneet kirjat puhuvat jo nykyaikaisesti pääomasijoittamisen eri muodoista ja ominaisuuksista (Puttonen & Repo 2003; Darst 2008.)

Tämän tutkimuksen alkuvaiheessa haettiin pääomasijoittamiseen ja pääomarahastoihin laajempaa näkemystä, jotta niiden erityispiirteet tulisivat paremmin ymmärretyksi (Caselli ym. 2004.) Pääomasijoittamisen ja epäsuoran kiinteistösiirtusyhtiöiden yhdistämiseksi on kirjojen lisäksi käyty läpi myös paljon artikkelilähteitä, joissa on pohdittu välillistä kiinteistösiirtusta tai pääomasijoittamista. Näiden perusteella teoriaosiossa on pohdittu pääomasijoittamista kiinteistöpääomarahastojen taustalla. Artikkeleiden lisäksi Anderson & Born (Anderson & Born 2002) ovat kirjoittaneet kiinteäpääomaisista pääomarahastoista ja niiden rakenteista.

Kiinteistöpääomarahastojen lainsäädännöllinen asema on Suomessa edelleen epäselvä. Kommandiittiyhtiömuotoinen rakenne ja sen tuomat hankaluudet käydään läpi tutkimuksen neljännessä luvussa (Hidén & Tähtinen 2005). Hidénin ja Tähtisen teokseen *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta* on tässä tutkimuksessa viitattu usein, vaikka siinä ei käsitelläkään kiinteistöpääomarahastoja. Heidän mukaan ne ”saattavat käytännössä kuitenkin toimia hyvin pitkälti samojen periaatteiden mukaisesti”. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 26 ja s. 327.) Kommandiittiyhtiömuotoinen pääomarahasto on käyty hyvin läpi myös Laurialan kirjassa *Pääomasijoittaminen* (2005).

Sijoittajaviestinnästä on kirjoitettu Suomessa ja maailmalla runsaasti, mutta se on useimmiten keskittynyt pörssiyhtiöiden sijoittajaviestintään ja sen hallintaan. (Tuominen 1996; Mars ym. 2000; Higgins 2000; Marcus & Wallace 1997; Kariola ym. 2004) Monissa kansainvälisissä artikkeleissa on todettu sijoittajaviestinnän merkityksen kasvavan koko ajan ja yritysten ymmärryksen sen merkityksellisyydessä lisääntyneen. (Marston 2008; Marston ym. 2001; Vahoiny 2004) Sijoittajaviestintä ja sen keinot ovat selvästi saaneet lisää merkitystä koko ajan. Marston ym. tutkivat artikkelissaan (Marston ym. 2001) erilaisten sijoittajaviestinnän keinojen merkityksellisyyttä analyytikoille ja sijoittajille. Tästä kirjoittivat myös Kariola (2004) ja Mars (2000).

Lyhyen historiansa takia Suomessa ei ole tutkittu sijoittajaviestintää tämän tarkemmin. Vielä lyhyemmän historiansa takia, Suomessa tai maailmallaakaan ei ole tutkittu listaamattomien kiinteistöpääomarahastojen raportointia. Epäsuoran sijoittamisen kirjallisuudessa viitataan lähinnä yksityisille kuluttajille suunnattujen rahasto-osuuksien markkinointiin (Puttonen & Repo 2003). Sijoittajaraportointia on määritelty pörssiyhtiöiden suhteen lainsäädännön tasolla ja alan eri toimijoiden taholta. Tässä työssä on käytetty hyväksi Suomen sijoitusanalyttikot ry:n suositusta pörssiyhtiöiden viestinnästä (Suomen sijoitusanalyttikot ry 2005) ja Iivosen (1998) tutkimusta. Kansainväliset järjestöt ovat tehneet kiinteistöpääomarahastojen raportoinnista omia suosituksiaan (INREV 2008; NCREIF 2008), joissa käydään läpi peruseriaatteita raportoinnin koostumuksesta ja sen eri elementtien rakenteesta.

#### 1.4.2 Haastattelut

Lähdekirjallisuudesta löytyy paljon erilaisia haastattelutyyppejä. Uwe Flick jakaa haastattelumenetelmät kahdeksaan erilliseen menetelmään, Eskola & Suoranta neljään, Patton kolmeen, jne. (Flick 2006, s. 149–171; Marshall & Rossman 2005, s. 101–107; Patton 2002, s. 342–348; Eskola & Suoranta 2003, s. 85–89; Wengraft 2001, s. 156–172; Tuomi & Sarajärvi 2009, s. 74–76.) Tässä diplomityössä ei ole syytä pureutua haastatteluteknikoihin syvemmin, vaan esitellä niistä aiheen ja soveltamisen kannalta olennaiset lyhyesti.

Puolistrukturoiduissa teemahaastatteluissa kysytään kaikilta haastateltavilta samat kysymykset, jopa samoilla muotoiluilla, mutta minkäänlaisia vastausvaihtoehtoja ei ole annettu valmiiksi (Flick 2006, s. 152–154, Eskola & Suoranta 2003, s. 85–89, Wengraft



2001, s. 156–172.) Avointen kysymysten tarkoitus on saada esiin sellaisia mielipiteitä, joita ei ole valmiiksi johdeltu tiettyyn suuntaan, esim. liian pitkälle viedyllä kysymyksen asettelulla. Näin on mahdollista, että vastauksissa saadaan esiin täysin uusia näkökulmia. Teemahaastattelu on puolistrukturoitu menetelmä juuri siksi, että teema-alueet ovat ennalta tutkijan tiedossa, mutta menetelmästä puuttuu kuitenkin strukturoidulle menetelmälle tunnusomainen kysymysten tarkka muoto ja järjestys. (Patton 2002, s. 20–21.)

Koska kiinteistöpääomarahastojen raportointia ei ole Suomessa ennen tutkittu ja ala on muutenkin hyvin nuori ja kehittymätön, on vastausten yleistyskelpoisuus ja oikeellisuus syytä varmistaa. Alan ja sen terminologian kehittymättömyyden vuoksi on huomioitava mahdollisten väärinymmärrysten mahdollisuus. Niiden mahdollisuutta vähennetään kaksiosaisella haastattelulla, jonka ensimmäinen osa on puolistrukturoitu haastattelu valittujen asiantuntijoiden kanssa. Toisessa osassa samoille asiantuntijoille lähetetään lomakekysely samoista aiheista. Nämä kysymykset on johdettu saman ongelmanasettelun mukaan kuin puolistrukturoidun haastattelun, mutta niissä on käytetty hyödyksi haastattelujen vastauksia. Näin haastateltavia voidaan luokitella myös tiettyjen kvantitatiivisten tekijöiden mukaan ja varmistua heidän kannoistaan tietyissä asioissa, esimerkkinä vaikka tunnuslukujen tärkeys.

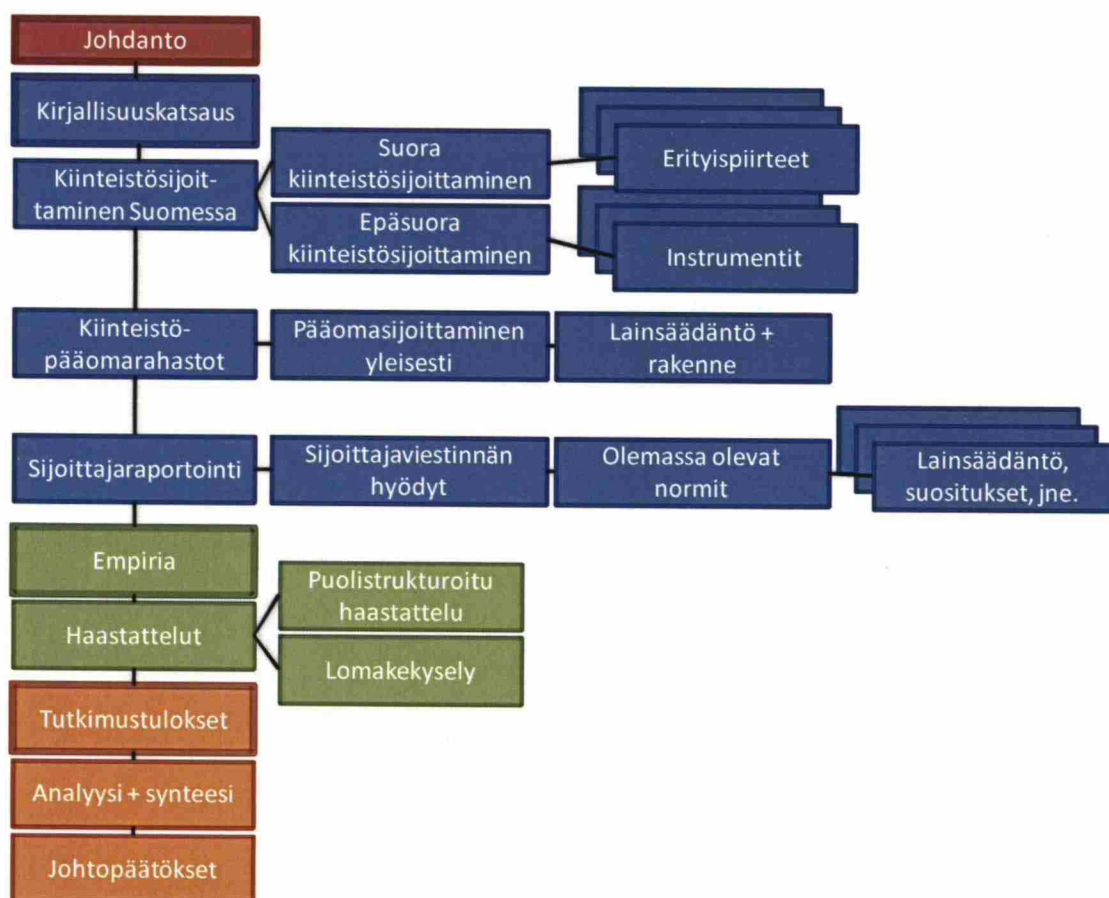
Haastateltavat on valittu tutkimukseen heidän asemansa ja asiantuntemuksensa perusteella. Tämä tukee Flickin määritelmää asiantuntijahaastattelusta (The Expert Interview), jossa haastateltavat eivät edusta omia mielipiteitään vaan tiettyä asiantuntijanäkemyä (Flick 2006, s. 149–171). Tutkimuksen otanta on 12. Otanta on harkinnanvarainen ja perustuu asiantuntemukseen. Haastatteluiden tulokset analysoidaan perusteellisesti, jolloin saavutetaan käsitteellinen kattavuus. Haastateltavien valintaan on vaikuttanut myös se, että osa heistä on tilaajayrityksen ICECAPITAL Real Estate Asset Managementin asiakkaita. Haastateltavat on lueteltu taulukossa 1 sekä liitteessä 1.

**Taulukko 1 Tutkimuksessa haastatellut asiantuntijat.**

Nimi ja tehtävänimike	Yritys
Jorma Haapamäki	Leopold varainhoito
Marja Mäki-Lohiluoma, kiinteistösijoituspäällikkö	Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma
Timo Stenius, sijoitusjohtaja	Eläke-Fennia
Markku Holma, kiinteistöpäällikkö	Apteekkien eläkekassa
Yrjö Palotie, hallituksen puheenjohtaja ja asiamies	Paolon säätiö
Ralf Sunell, asiamies	Suomen Kulttuurirahasto
Timo Sotavalta, kiinteistöjohtaja	Etera
Ville Raitio, CFA Investment Manager	ATP Real Estate
Hannu Hokka, toimitusjohtaja	VR Eläkesäätiö
Johannes Edgren, analyytikko	Valtion Eläkerahasto
Mikko Elosuo	
Pami Pihlström, kiinteistöjohtaja	Pohjola Kiinteistösijoitus Oy

## **1.5 Tutkimuksen rakenne**

Tämän tutkimuksen rakenne muodostuu kirjallisuuskatsauksesta, empiirisestä osiosta ja tutkimustuloksista. Kirjallisuuskatsauksen ensimmäisessä osassa käydään läpi kiinteistösijoittamisen erityispiirteitä ja esitellään erilaisia epäsuoran kiinteistösijoittamisen instrumentteja. Tämä tutkimus keskittyy kiinteistöpääomarahastoihin, jotka ovat yksi epäsuoran sijoittamisen instrumentti. Niitä käsittelevässä luvussa johdetaan kiinteistöpääomarahastojen rakenne pääomasijoittamisen kautta. Rahastorakenteen ja toimijoiden lisäksi pureudutaan lainsäädännön puuttumisen tuomaan problematiikkaan. Viimeisessä kirjallisuuskatsauksen luvussa käsitellään kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointia ja sijoittajaviestintää laajempänä kokonaisuutena. Tässä esitellään erilaisia normeja, joita on olemassa muille sijoitusinstrumenteille sekä kaksi erilaista kansainvälistä suositusta kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointiin.



Kuva 1 Tutkimuksen rakenne.

Empiirisessä osiossa esitellään haastattelututkimuksen ja lomakekyselyn tuloksia. Näiden kysymykset johdettiin hyvin pitkälti kirjallisuustutkimuksen perusteella. Tutkimustuloksissa näiden kahden osion analyysit yhdistetään synteessillä, josta johdetaan tutkimuksen lopulliset johtopäätökset. Lopuksi esitellään vielä jatkotutkimuskohteita, jotka tässä tutkimuksessa ovat nousseet esiin.



## II Kirjallisuuskatsaus

### 2 Kiinteistösijoittaminen Suomessa

Luvussa esitellään kiinteistösijoittaminen sijoitusmuotona ja kerrotaan sen monista erityispiirteistä. Suoran ja epäsuoran kiinteistösijoittamisen tapoja esitellään lyhyesti ja niitä verrataan toisiinsa. Samalla kerrotaan syitä, miksi kiinteistösijoittaminen on herättänyt yhä enemmän sijoittajien kiinnostusta viime vuosina.

1990-luvun puolivälistä lähtien eurooppalaiset kiinteistömarkkinat ovat kasvaneet huomattavan paljon. Kiinteistöalan hyvä ja ennustettavissa oleva tuotto sekä alhainen korrelaatio muiden pääomamarkkinoiden kanssa ovat tehneet siitä kiinnostavan sijoituskohteen. Moni sijoittaja on hakenut kiinteistöistä sijoitussalkkunsu vakauttajaa ja samaan aikaan markkinat ovat auenneet yhä suuremmalle joukolle sijoittajia. Kysynnän lisääntyessä tarjonta on lisääntynyt. Tarjonnan lisääntymisen ja markkinoiden kansainvälistymisen ansioista nykyään on saatavilla enemmän informaatiota, kuten sijoitus- ja vuokratraportteja. Nämä ovat lisänneet toimijoiden ja varsinkin sijoittajien luottamusta kiinteistösijoitusalaan. Lisäksi luottamusta on lisännyt kiinteistöjen kassavirran tasainen kasvu samalla, kun pörssikurssit laskivat rajusti 2000-luvun alussa. (Suárez 2005, s. 82–83.)

Yksi selittäjä kiinteistösijoittamisen kiinnostavuudelle on, että se edustaa suurta osaa sijoitusmahdollisuuksista yleensä, esim. Yhdysvalloissa kiinteistömässan osuus vuonna 2003 oli 12 % kaikista tarjolla olevista sijoituskohteista (Falzon ym. 2003). Sijoittajien kiinnostuksen lisääntyminen tuo koko ajan lisää vaatimuksia alan kansainväliselle normistolle, jota ei vielä ole olemassa kaikilta osin (Brounen ym. 2007). Kiinteistöihin sijoittavalla on pyrkimys pienentää sijoitusportfolion riskiä ottamalla mukaan useampia keskenään vähäisesti korreloivia omaisuuslajeja. Kiinteistöjen ja esimerkiksi osakemarkkinan pieni korrelaatio on Kuosmasen (2002) mukaan todettu useassa tutkimuksessa. Hänen mukaansa ”Tutkimuksissa havaitun pörssiosakkeiden ja kiinteistöjen alhaisen korrelaation perusteella voidaan päätellä, että kiinteistöjen pitäisi olla huomattavasti painotettuina optimaalisessa sijoitussalkussa.” (Kuosmanen 2002, s. 8).

Kiinteistösijoittaminen perustuu Jaffen ja Sirmansin mukaan kolmeen yhtä tärkeään ominaisuuteen, jotka kaikki koskevat odotettavissa olevia negatiivisia ja positiivisia kassavirtoja: ajoitukseen, määrään ja riskiin (Jaffe & Sirmans 1995, s. 2–3). Kiinteistösijoitusten kassavirtojen hallinta oikealla tavalla on hyvin olennaista, jotta odotettuja tuottoja voidaan saavuttaa. Kiinteistösijoittamisella on paljon erityispiirteitä ja se vaatii erilaista asiantuntemusta kuin muut yleisesti käytössä olevat sijoitusmuodot (Falkenbach & Kieheli 2008). Kiinteistösijoituksen tuotto muodostuu paljolti samalla tavalla, kuin missä tahansa muussa sijoittamisessa: tuotto muodostuu kiinteistön arvonnoususta (vastaa osakkeen arvonnousua) ja kiinteöstä saatavista vuokratuotoista, jotka ovat verrattavissa osinkoihin (näissä tosin on huomioitava arvonaleneminen ja korjausinvestoinnit). Kiinteistösijoittamisen riskiä tulisikin aina

tarkastella sekä vuokratuottojen että arvonmuutosten kannalta. (Puttonen & Kivisaari 1997, s. 168.)

Suomen kiinteistömarkkinoille on ollut tyypillistä markkinaosapuolten vähyys, mikä on osaltaan estänyt kiinteistömarkkinoiden kehittymistä rahoituksen näkökulmasta. Ilman aktiivista kaupankäyntiä likviditeetti pysyy heikkona ja kunnollisia jälkimarkkinoita ei pääse syntymään. Kiinteistösijoittaminen kilpailee kuitenkin tasavertaisesti pääomista muun sijoittamisen kanssa. Suuri osa Suomen kansallisvarallisuudesta on kiinni kiinteistöissä ja suuri osa kansalaisista joutuu sijoittamaan asumisen kautta kiinteistöihin. (Puttonen & Kivisaari 1997, s. 165–166.)

## **2.1 Suora kiinteistösijoittaminen**

Kiinteistösijoittaminen voidaan karkeasti jakaa kahteen eri luokkaan: suoraan ja epäsuoraan kiinteistösijoittamiseen. Suora kiinteistösijoittaminen, kiinteistön omistaminen, on ollut pitkään kiinteistösijoittamisen ainoita käytettyjä muotoja. Sitä on pidetty yhtenä vaihtoehtoisena sijoitusmuotona osakkeille, joukkovelkakirjoille ja muille sijoitusinstrumenteille. Tämä on ollut varsinkin institutionaalisten sijoittajien suosiossa. (Falzon ym. 2003.) Kiinteistöjä on voitu omistaa joko suoraan tai asunto- tai keskinäisen kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeiden kautta. Vakaan tulon takia moni yksityinenkin on hankkinut niin sanottuja sijoitusasuntoja (asunto-osakeyhtiöiden osakkeita) tasapainottaakseen sijoitussalkkuaan. Kuten edellä mainittiin, suorassa kiinteistösijoittamisessa tuotto perustuu kiinteistön arvon mahdolliseen nousuun ja kiinteistöstä saataviin vuokratuottoihin. Suoran omistamisen syynä voi puhtaasti sijoittamisen lisäksi olla asuminen tai strateginen, aktiivinen omistaminen, jota yritys pitää ydinliiketoimintansa kannalta tärkeänä.

### **2.1.1 Institutionaaliset ja fyysiset ominaispiirteet**

Kiinteistöjen omistusta, vuokrausta, myymistä ja ostamista on yhteiskunnassa säännelty monin eri tavoin. Niitä määrittävät lait ja asetukset, yleensä erityinen kiinteistölainsäädäntö. Tämän lisäksi on monia muita julkisia sääntöjä, paikallisia ja alueellisia tapoja sekä esimerkiksi erilaisia alan organisaatioiden tekemiä suosituksia tai muita ohjeita. (Jaffe & Sermans 1995, s. 147–148.)

Kiinteistöjen fyysiset ominaispiirteet tekevät kiinteistösijoittamisesta haastavaa. Kiinteistöt ovat sijoitusinstrumentteina hyvin heterogeenisiä; niitä on erikokoisia, niillä on erilaisia käyttötarkoituksia ja sijainteja. Verrattuna esimerkiksi osakkeisiin tai muihin arvopapereihin tämä tekee suorasta kiinteistösijoittamisesta epälikvidiä. Kiinteistöjen heterogeenisuus voi myös aiheuttaa kysynnän ja tarjonnan kohtaamattomuutta. Tiettyä tonttia on saatavissa aina vain yksi kappale, joten kaikki halukkaat eivät voi asua tai työskennellä kaupungin ydinkeskustassa. (Darst 2008, s. 246–247.)

Kiinteistöjen yksi erikoisuus on se, että ne eivät sinänsä häviä koskaan. Vaikka rakennuksen voisikin tuhota, jää jäljelle aina tontti, joka usein on uudelleen



käyttökelpoinen. Toisaalta rakennukset ovat sidonnaisia tonttiinsa, eikä niiden siirtäminen ole järkevästi mahdollista.

### 2.1.2 Markkinoiden ja talouden ominaispiirteet

Sijainti on yksi tärkeimmistä tekijöistä tarkasteltaessa kiinteistöjä sijoituskohteena. Koska halutuimpia tontteja ei riitä kaikille, on markkinoilla aina tietty epätasapaino. Markkinoiden on vaikea vastata kasvavaan kysyntään, koska uusien rakennusten valmistumisaika on suhteessa pitkä. Halutun kohteen sijainnin lisäksi kysyntään, ja sitä kautta hintaan, vaikuttavat kiinteistön ympärillä olevat kohteet, palvelut ja liikennematkaiset. Koska monet etsivät kiinteistöjä hyvin rajatuilla reunaehdoilla, ovat markkinat myös hyvin segmentoituneet. Tämän takia paikalliset erikoispiirteet voivat vaikuttaa markkinoihin hyvinkin voimakkaasti. (Hoesli & MacGregor 2000, s. 19; Suárez 2009, s. 83–84.) Kiinteistösijoittamisen kannalta hajauttaminen kansainvälisesti tai muuten maantieteellisesti laajalle alueelle voi olla vaikeaa, koska tämä vaatisi aina suurta paikallisten markkinoiden tuntemusta (Pasanen 2008). Paikalliset erityispiirteet vaikuttavat myös markkinoiden tehokkuuteen.

Kiinteistö on sijoituksena pitkäikäinen, johtuen mm. edellä mainitusta heterogeenisuudesta ja suurista alkuinvestoinneista. Pidemmän sijoitusajan puolesta puhuvat myös alalla esiintyvät suuret transaktiokustannukset. Kiinteistösijoitusten muuntaminen rahaksi on siis hidasta ja kallista arviointi- ja välityspalkkioineen, markkinointi- ja neuvottelukustannuksineen sekä leimaveroineen. Myös kunnollisten jälkimarkkinoiden puute aiheuttaa sen, että kiinteistöistä tulee väkisinikin pitkäaikainen sijoitus. (Hoesli & MacGregor 2000; Hudson-Wilson ym. 2003; Olkkonen ym. 1997, s. 30.) Pitkäaikaisen sijoittamisen houkuttelevana tekijänä kiinteistösijoittamisessa on suhteellisesti pitkä *duraatio* (Falzon ym. 2003).

Suuret alkuinvestoinnit ovat seurausta myös suuresta yksikkökoosta. Kiinteistöt ovat monille sijoittajille liian pääomaintensiivisiä. Niitä ei voida yleensä jakaa tarvittavan pieniin kokonaisuuksiin (vrt. esim. osakkeet) ja tämä rajoittaa sijoittajapopulaatiota. Tämä vaikeuttaa hajauttamista suuremmillakin sijoittajilla. (Hoesli & MacGregor 2000, s. 20.)

Kiinteistösijoittamisen likvidiyyttä vähentää suuren yksikkökoon lisäksi se, ettei niillä ole myöskään keskitettyjä markkinoita eikä mitään kiinteitä ja perinteisiä kauppapaikkoja. Kaupanteko tapahtuu usein suoraan ostajan ja myyjän välillä, ilman julkisuutta. Kiinteistön realisoiminen on hyvin hidasta, johtuen transaktioiden työläydestä ja kalleudesta. Tämä heikentää suoran kiinteistösijoittamisen houkuttelevuutta ja sitä on haluttu poistaa kiinteistöjen arvopaperistamisella. (Hoesli & MacGregor 2000, s. 23; Olkkonen ym. 1997, s. 28.)

Suorilla kiinteistösijoitusmarkkinoilla vallitsee kauppapaikkojen ja julkisuuden puutteen takia myös informaation epätasainen jakautuminen. Tieto on fragmentoitunutta ja tietynlaisista kohteista ei välttämättä ole saatavilla minkäänlaista vertailutietoa. Kiinteistöjen hinnat voivat kokemattomalle sijoittajalle olla vaikeita tulkita, koska

niiden hinnanmuodostukselle ei ole samanlaisia markkinoita kuin julkisesti noteeratuille osakkeille ja joukkovelkakirjalainoille. (Hoesli & MacGregor 2000; Hudson-Wilson ym. 2003.)

### 2.1.3 Muita erityispiirteitä

Suoran kiinteistöomistamisen selkeä etu muihin kiinteistösijoittamisen muotoihin verrattuna on voimakas kontrollimahdollisuus ja aktiivinen kiinteistökehitysmahdollisuus. Tällöin on mahdollista ennakoida tulevia tilanteita paremmin ja sijoituksen arvoa on mahdollista nostaa muutenkin kuin markkinatekijöiden vaikutuksesta. Toisaalta muihin sijoitustapoihin verrattuna kiinteistö vaatii kokoaikaista ja erikoisosaamista vaativaa hallintoa. Omistamisen myötä tulee monia vuokralaisiin ja heidän tarpeisiinsa sekä kiinteistön ylläpitoon ja huoltoon liittyviä vastuita ja velvollisuuksia. Monet sijoittajat haluavatkin päästä eroon suoran sijoittamisen mukanaan tuomasta hallinnoinnista, koska se sitoo henkilötyövuosia ja ammattitaitoa muualta. Tämä kaikki tuo lisäkustannuksia, joita ei aina muisteta huomioida sijoituspäätöstä tehdessä. (Hoesli & MacGregor 2000, s. 21.)

Kiinteistöjen etuna pidetään myös niiden vakaata tulovirtaa ja tulojen ennustettavuutta. (Hudson-Wilson ym. 2003; Seiler ym. 1999; Puttonen & Repo, 2003, s. 27) Darstin (2008, s. 247) mukaan laskusuhdanteessa ei kuitenkaan pitäisi luottaa vuokratulon pysyvyyteen, koska vuokralaiset (tai kiinteistön ostajat) voivatkin hakea markkinoilta muita vaihtoehtoja oman taloustilanteensa takia. Toisaalta kiinteistösijoitusyhtiön osakkeisiin sijoittaessa menettää sijoittaja konkurssissa sijoittamansa varat, kun taas suorassa sijoituksessa jää sijoittajalle kiinteistö, vaikka tulovirta loppuisikin.

Kiinteistösijoitukset antavat sijoittajille sitä vakautta, mitä muut sijoitusmuodot eivät välttämättä pysty tarjoamaan. Vakaus johtuu siitä, että kiinteistöillä on historiallisesti osakkeita pienempi volatilitaetti. Myös riskienhallinta on suorassa kiinteistösijoituksessa Kalevan mukaan helpompaa. (Kaleva ym. 1995, s. 3–4.) Suoran kiinteistösijoituksen avulla on mahdollista suojautua odotettua ja odottamatonta inflaatiota vastaan. Tällaisen sijoituksen etuna on alhainen korrelaatio muiden sijoitusmuotojen, kuten osakkeiden ja joukkovelkakirjojen kanssa. Samalla matala *volatilitaetti* ja tasainen kassavirta tekevät suorasta omistamisesta vipulainoituksen mahdollistajan. (Seiler ym. 1999, Hudson-Wilson ym. 2003.)

Toisaalta esimerkiksi Hudson-Wilson ym. (2003) pohtivat artikkelissaan, saavutetaanko kiinteistösijoittamisen kautta juuri näitä etuja. Heidän mukaansa ei sinänsä ole aukottomia todisteita siitä, että kiinteistöt onnistuisivat kaikissa edellä mainituissa asioissa. Tämä näkyy sijoittajien skeptisyydessä, joka konkretisoituu pienten kiinteistöallokaatioiden muodossa heidän sijoitusportfolioissaan. Tässä listatut kiinteistösijoittamisen erityispiirteet, jotka hyvin paljon koskevat juuri suoraa kiinteistösijoittamista, ovat olleet todisteena suorien kiinteistösijoitusten ongelmallisuudesta. Suorassa kiinteistösijoittamisessa on monia hyviä puolia, mutta markkinoiden kautta tulevat merkit todistavat sitä, etteivät nämä enää riitä sijoittajille (Falzon ym. 2003). Myös suomalaisille markkinoille on tullut epäsuoria kiinteistösijoitusinstrumentteja, joiden avulla pyritään poistamaan tai vähentämään



suorien kiinteistösijoitusten ongelmallisia ominaisuuksia. On kuitenkin epäselvää, miten hyvin suorien kiinteistösijoitusten positiiviset ominaisuudet pystytään säilyttämään epäsuorissa instrumenteissa. Suoria kiinteistösijoituksia on välillä vaikea vertailla toisiinsa tai muihin sijoitusluokkiin, koska sopivaa markkinatietoa ei aina ole saatavissa. Sijoituspäätöksiin vaikuttaakin usein sijoittajan oma kokemus. Tällöin informaatiota tarvitaan eniten sijoituspäätöstä tehtäessä.

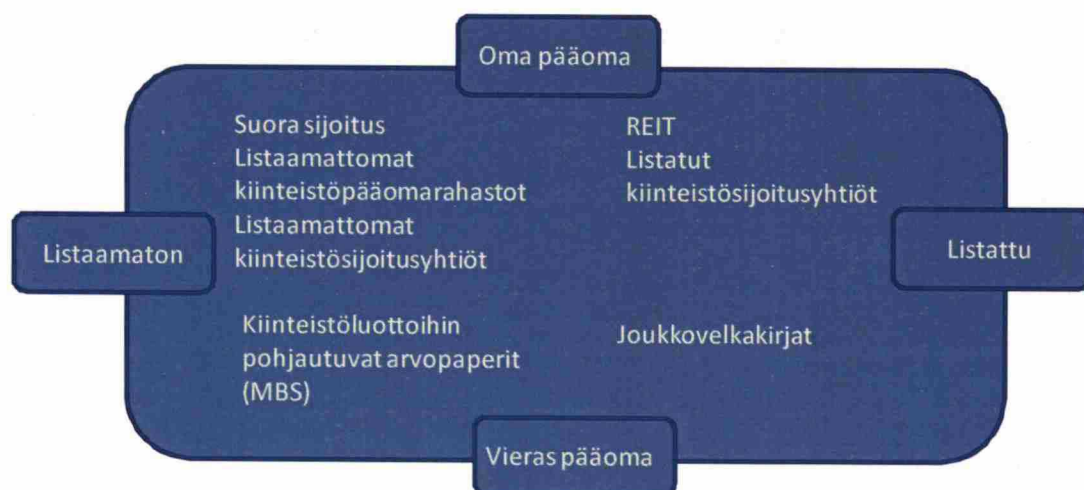
## **2.2 Epäsuora kiinteistösijoittaminen**

Edellisessä luvussa esiteltiin suoran kiinteistösijoittamisen ominaispiirteitä ja ongelmia. Nämä ovat lisänneet kiinnostusta epäsuoria kiinteistösijoitusinstrumentteja kohtaan. Markkinoiden muutos on jo 1990-luvulta lähtien pakottanut kiinteistömarkkinoita muuttumaan niiden mukana likvidimpään ja julkisempaan suuntaan. Sen lisäksi kiinteistömarkkinoille on tullut uusia osapuolia, joiden näkökulma kiinteistösijoittamiseen on ollut hyvin yleistaloudellinen ja he ovat usein pitäneet kiinteistöjä vain yhtenä sijoituskohteena muiden joukossa. (Cammarano & Klink 1995, s. 257–258; Kaleva ym. 1995, s. 23.) Kiinteistöjen arvopaperistaminen ja muut epäsuoran kiinteistösijoittamisen muodot mahdollistavat toimivamman hinnanmuodostuksen, koska arvopaperimarkkinoilla hintainformaatio on vertailukelpoista ja toimivilla markkinoilla relevantti informaatio heijastuu suoraan arvopapereiden hintoihin (Suárez 2009, s. 113).

Suoraan kiinteistösijoittamiseen verrattuna epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa ollaan hyvin paljon välillisen informaation varassa. Sijoittajaviestinnän merkitys on suuri, varsinkin, kun sijoittajilla ei ole välttämättä suoraa vaikutusvaltaa sijoituksen kehittymiseen. Informaation avulla arvioidaan päätöksiä, kontrolloidaan sijoitusta ja managerin toimintaa. Tiedonsaanti päätöksentekovaiheessa voi myös olla vaikeaa. Erilaiset organisaatiot ja järjestöt ovat keränneet tietoa Euroopassa, mutta esimerkiksi INREV:n (the European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) oma vertailuindeksi ei järjestön ilmoituksen mukaan ole vielä käyttökelpoinen. (INREV 2009) Tiedonsaantiin liittyvät ongelmat ovat jo poistumassa, koska markkinoille on tullut lisää toimijoita ja paine tiedonsaamiseen kasvaa koko ajan (Brounen ym. 2003). Tämänkin takia sijoittajaviestinnän ja sijoittajaraportoinnin kehittämiseen on selkeä tarve myös suomalaisilla kiinteistöpääomarahasto-markkinoilla.

Epäsuorat kiinteistösijoitusinstrumentit on luotu niitä sijoittajia varten, joiden vaatimukset riskien ja maturiteettien suhteen ovat erilaisia kuin suorassa kiinteistösijoittamisessa (Cammarano & Klink 1995, s. 257). Epäsuora kiinteistö-sijoittaminen on välillistä omistamista, jossa ei suoranaisesti omisteta kiinteistöjä itse, vaan kiinteistöjä omistavan instrumentin osakkeita tai osuuksia. Listatut sijoitusinstrumentit ovat julkisessa välityksessä ja listaamattomien instrumenttien kaupankäynti tapahtuu suljetuilla markkinoilla. Yksi esimerkki epäsuorasta kiinteistösijoittamisesta ovat listaamattomat kiinteistöpääomarahastot. Epäsuoraan kiinteistösijoittamiseen kehitettyjen instrumenttien avulla parannetaan sijoittajan kiinteistösijoituksen likviditeettiä ja vapautetaan sijoittaja hallintovastuusta. Teoriassa tämä avaa ovet kiinteistösijoittamiseen myös piensijoittajille. Käytännössä tämä ei ole Suomessa vielä toteutunut. Myöskään suoran kiinteistösijoittamisen etujen

toteutumisesta epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa ei ole täyttä varmuutta, tähän palataan myöhemmin tässä luvussa.



Kuva 2 Suomalaiset kiinteistömarkkinat (Hudson-Wilson 2003; Falkenbach & Kieheliä 2008)

Kuva 2 on kuvaus suomalaisista kiinteistömarkkinoista Hudson-Wilsonia (2003) ja Falkenbach & Kieheliä (2008) mukaillen. Kuvasta näkyy, miten suomalaiset kiinteistömarkkinat ovat edelleen hyvin rajoittuneet. Suuri osa sijoituksista tehdään listaamattomien instrumenttien tai suoran omistamisen kautta. Näistä omaa pääomaa hyödyntävät suorat sijoitukset ja listaamattomat rahastot tai muut listaamattomat instrumentit. Vierasta pääomaa käyttävät kiinteistöluottoihin perustuvat arvopaperit. Julkisesti listattuja instrumentteja ovat listatut kiinteistösijoitusyhtiöt, Real Estate Investment Trust (REIT) ja johdannaiset. Vieraan pääoman instrumentteja ovat oikeastaan vain joukkovelkakirjalainat. Epäsuoran kiinteistösijoittamisen kaksi yleisintä tapaa Suomessa ovat kiinteistöpääomarahastot ja kiinteistösijoitusyhtiöt. Kiinteistöfutuureja, johdannaisia ja muita epäsuoran sijoittamisen instrumentteja ei tässä työssä käsitellä lainkaan, koska niitä ei Suomessa juuri esiinny. Tässä kappaleessa esitellään lähinnä Suomessa esiintyvät epäsuoran kiinteistösijoittamisen muodot.

## 2.2.1 Kiinteistösijoitusyhtiöt

Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat euromääräisesti mitattuna hyvin yleinen epäsuoran kiinteistösijoittamisen muoto Suomessa. Osa yhtiöistä on julkisesti noteerattuina Helsingin arvopaperipörssissä, suurin osa ei ole. Kiinteistösijoitusyhtiö on normaali kiinteäpääomainen osakeyhtiö, jonka päätoimialana on omistaa ja hallita kiinteistöjä tai kiinteistöyhtiöiden osakkeita ja käydä niillä kauppaa. Yhtiön toimialaan voi kuulua samalla kiinteistökehitystä tai rakennuttamista. (Puttonen & Repo 1997, s. 171–174.) Kiinteistösijoitusyhtiö maksaa tuloveroa ja myös sijoittajat joutuvat maksamaan veroa osingoista ja arvonnousuista (Kaleva & Niinimäki 2003, s. 10–11). Kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminta on joustavaa, koska niiden toimintaa ei Suomessa rasita erityislainsäädäntö, toisin kuin monessa muussa maassa. Sijoitustyyli ja vieraan pääoman käyttö on rajaamatonta, mikä nostaa kiinteistösijoitusyhtiöihin sijoittamisen riskiä. Listatut kiinteistösijoitusyhtiöt ovat tiedonantovelvollisuuden mukaisella tavalla Rahoitustarkastuksen (vuoden 2009 alusta Finanssivalvonta) valvonnan alla, kuten kaikki muutkin pörssiyhtiöt. (Puttonen & Repo 1997, s. 171–174.) Suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajaviestintää koskeissa tutkimuksissa (Iivonen 1999;



Hartikainen 2001) todettiin niiden kuitenkin olevan vielä jäljessä muista pörssiyrityksistä, vaikka kehitystä oli näiden tutkimusten välillä tapahtunut. Suurimmat ongelmat todettiin eri yhtiöiden välittämien tietojen yhteismitallistamisessa. Sijoittajan kannalta tiedonsaanti on tässä sijoitusluokassa kuitenkin hyvin paljon kontrolloidumpaa kuin esimerkiksi kiinteistöpääoma-rahastoissa.

Institutionaaliset sijoittajat näkivät 2000-luvun alkupuolella kiinteistösijoitusyhtiöt hyvinä vaihtoehtoina suoralle kiinteistösijoittamiselle, vaikkakin niiden mahdollisuuksia suorien sijoitusten alhaiseen volatiteettiin epäiltiin (Brounen ym. 2007). Julkisesti listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden etuna on niiden osakkeiden likvidiys ja avoin hinnanmääritys markkinoilla. Myös niiden transaktiokustannukset ovat huomattavasti pienempiä kuin suorissa kiinteistösijoituksissa. Kiinteistösijoitusyhtiöiden yksi suurimmista ongelmista on ollut se, että markkinat määrittelevät niiden osakkeen hinnan yleisesti yhtiöiden nettovarallisuusarvoa selvästi pienemmäksi. Tätä NAV-discount-ongelmaa on tutkittu hyvin laajasti, mutta tutkijat eivät vieläkään ole yksimielisiä sen syistä tai keinoista poistaa sitä. (Anderson & Born 2002, s. 49–60.) Toinen markkinoiden aiheuttama ongelma on kiinteistösijoitus-yhtiöiden kurssien korrelointi muun sijoitusinstrumenttimarkkinan, lähinnä osakemarkkinan, kanssa (Brounen ym. 2007). Tämä heikentää huomattavasti epäsuoralla kiinteistösijoittamisella haettavaa hajauttamishyötyä. Näillä perusteilla voidaan oikeastaan kysyä, onko kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden ostaminen edes epäsuoraa kiinteistösijoittamista. Monet institutionaaliset sijoittajat ovatkin kyseenalaistaneet kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden ostamisen portfolionsa hajauttamiseksi (Brounen ym. 2007). Hudson-Wilsonin (1995) mukaan kiinteistösijoitusyhtiöiden keskittyminen vain puhtaaseen kiinteistösijoittamiseen parantaa niiden mahdollisuuksia korreloida enemmän kiinteistömarkkinoihin kuin arvopaperimarkkinoihin.

### **2.2.2 Kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit**

Kiinteistöluottojen arvopaperistaminen voidaan rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta määritellä saatavien muuntamiseksi jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi. Rahoituslaitos jälleenrahoittaa kiinteistösaataviaan laskemalla liikkeelle ko. luotoista muodostettuja joukkovelkakirjoja ja muita arvopapereita. Kyseessä on siis saatavien muuttaminen jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi. Arvopaperistamisella on mahdollista eliminoida ja hallita luottoihin ja saataviin liittyviä korkoriskejä. Samalla sijoittajille tulee uusia sijoitusvaihtoehtoja markkinoille. Kiinteistöluottoihin perustuvat arvopaperit ovat enemmänkin korkoinstrumentteja, koska niiden menestys ei riipu luototetun kiinteistöomaisuuden menestyksestä, vaan korkotason kehityksestä ja luottojen ominaisuuksista. (Kaleva & Niinimäki 2003, s. 12–13, Kasanen & Repo 1997, s. 171–174.) Vaikka kiinteistöluottojen markkinaosuus ei Suomessa ole vielä kovin suuri, on se muualla hyvinkin merkittävä. Esimerkiksi Yhdysvaltain MBS-markkina oli vuonna 2006 kokonaisarvoltaan noin 6100 miljardia dollaria. (Partanen 2008.)

### **2.2.3 Kiinteistörahastot**

Suomen kiinteistörahastolaissa (1997/1173) tarkoitetaan kiinteistörahastolla juridisesti osakeyhtiötä tai kommandiittiyhtiötä (KRL, 1. luku, 2. pykälä). Tässä työssä kiinteistörahastoilla tarkoitetaan kuitenkin vain kiinteistöpääomarahastoja, jotka toimivat kommandiittiyhtiömuotoisina. Laki mahdollistaisi muidenkin tyyppisten

kiinteistörahastojen perustamisen, mutta verotussyistä ei osakeyhtiömuotoisille rahastoille ole ollut kysyntää. Kiinteistöpääomarahastot voidaan jakaa listattuihin ja listaamattomiin. Nämä voidaan jakaa vaihtuvapääomaisiin ja kiinteäpääomaisiin. (HE 77/1997, kohta 1.3.) Julkisesti listatut kiinteistöpääomarahastot käyttäytyvät hyvin paljon muiden sijoitusinstrumenttien tavoin. Niitä ei kuitenkaan vielä esiinny Suomessa, joten tässä työssä keskitytään vain listaamattomiin kiinteistöpääomarahastoihin. INREV:n vuonna 2008 tekemän tutkimuksen (INREV 2009) mukaan eurooppalaiset sijoittajat arvostivat kiinteistöpääomarahastoissa varsinkin ammattimaista managerointia sekä pääsyä uusille markkinoille ja uusille markkinasegmenteille. Muutoksena INREV:n aikaisempiin tutkimuksiin on sijoittajien selvästi pienentynyt riskinottohalu. Tähän heijastuu pääomien arvon heikkeneminen ja rahoituksen vaikeampi saanti.

## REIT

Listatut kiinteistörahastot pohjautuvat yleisesti amerikkalaisiin *Real Estate Investment Trust* (REIT) -malliin, joka on luotu verotehokkaaksi kiinteistösijoitusinstrumentiksi 1960-luvun Yhdysvalloissa. Sen tavoitteena on toimia tehokkaana ja veroneutraalina epäsuoran kiinteistösijoittamisen tapana. REIT-mallin luominen ja kehitys ovat tapahtuneet markkinoiden voimakkaasta vaatimuksesta ja mallin kehittäminen jatkuu koko ajan. (Suárez 2009, s. 117; Madlem ym. 2000, 287.) U.S. REIT -mallissa on kuitenkin hyvin paljon erilaisia rajoituksia. Normiston kautta siinä on omistajiin ja organisaatioon sekä sijoitusten tyypeihin liittyviä rajoituksia. Lisäksi REIT-mallissa on tuottojen lähteisiin liittyviä rajoituksia ja rahaston on jaettava hyvin suuri osa tuotoistaan suoraan omistajilleen osinkoina. (Madlem ym. 2000 s. 283–286; Cammarano & Klink 1995, s. 266–269, Jaffe & Sermans 1995, s. 107.) Toisaalta 1980-luvun puolivälissä U.S. REIT sai oikeuden manageroida kiinteistömassansa itse, mikä vähensi erilaisia ristiriitoja huomattavasti. Vuonna 1993 poistettiin rajoitukset institutionaalisten sijoittajien suhteen. Rajoitteista ja normistosta huolimatta REIT-malli on ollut Yhdysvalloissa hyvin suosittu sijoittajien keskuudessa. (Jaffe & Sermans 1995, s. 107; Suárez 2009, s. 117–118.) U.S. REIT -mallisten rahastojen tavoitteena on kerätä rahoitusta myös kotitalouksilta, mitä onkin pidetty yleensä perusteena REIT-alueiden luontiin.

REIT-alueita on maailmanlaajuisesti lähes 25, ja ne kattavat noin 70 prosenttia kaikista listatuista kiinteistöarvopapereista (Suárez 2009, s. 121–123). Monet muista REIT-alueista, joita on eniten Euroopassa, ovat ottaneet mallia Yhdysvalloista: niille on rakennettu useita samankaltaisia lainsäädännöllisiä rajoitteita tai määräyksiä. Useimmiten rahastoyhtiön pitää jakaa 75–95 % tuloistaan suoraan osinkoina sijoittajilleen. Näin vältetään kaksoisverotukselta, kun veroa kannetaan vain suoraan sijoittajilta. Verokriteerit täyttävä REIT ei siis yhteisönä maksa veroja, mutta sen maksamia osinkoja ja osuuksien myyntivoittoja verotetaan osakkaiden tulona. Tämän lisäksi on monia maakohtaisia rahaston toimintatapoihin liittyviä rajoitteita, esim. rajoitukset kiinteistökehityksestä. (Cammarano & Klink 1995, s. 267–268.) Verotuskäytäntöjen lisäksi REIT-malli tarjoaa joustavan tavan kiinteistösijoittamiselle, koska sen likviditeet on esimerkiksi huomattavasti parempi kuin kiinteäpääomaisen kiinteistöpääomarahaston. Suomessa keskustelua on käyty viime vuosina paljon, mutta



todellista REIT-rakennetta ei Suomessa vielä ole. Tämä johtuu siitä, ettei lainsäädäntö Suomessa mahdollista sitä.

### Kiinteistöpääomarahastot

Vaihtuvapääomaisella rahastolla (*open-end fund*) ei ole ennalta määrättyä olemassaoloaikaa, eikä sen varallisuuden arvoa ja sijoittajien lukumäärää ole rajoitettu. Rahasto-osuuksien arvo määräytyy kiinteistövarallisuuden laskennallisen arvon mukaan. Rahastolla on mahdollisuus laskea liikkeelle lisää osuuksia kysynnän lisääntyessä. Ongelmalliseksi vaihtuvapääomaisten rahastojen toiminnan tekee niiden velvollisuus lunastaa osuudet takaisin sijoittajilta näiden sitä halutessa. Koska rahasto-osuuksia on eri aikoihin liikkeellä eri määriä, määrittävät markkinat niiden hintaa hyvin paljon. Markkinat siis määrittelevät vaihtuvapääomaisen rahaston kiinteistövarallisuuden sen hetkisen arvon. (Suárez 2009, s. 127; Kaleva ym. 1995, s. 106; Anderson & Born 2002, s. 4.) Nämä pääoman vaihtelut vaativat suuren ja hyvin likvidin salkun, mikä vaikeuttaa rahaston managerointia. Hoesli & Lekander (2008) esittivät artikkelissaan erilaisia toimintavaihtoehtoja tilanteisiin, joissa rahasto joutuu ostamaan huomattavan osan osuuksia takaisin. Yksinkertaistettuna mahdollisuuksia on neljä:

- Rahasto voi myydä omaisuuttaan.
  - Kokonaisten kiinteistöjen myynti hidasta.
- Rahaston (hallinnointiyhtiön) on pidettävä likviditeettiään korkealla.
- Rahaston on löydettävä osuuksille uudet ostajat.
- Rahasto voi ostaa osuuksia takaisin velkarahalla.

Euroopan maista Saksassa suurin osa kiinteistöpääomarahastoista on vaihtuvapääomaisia. Saksassa kiinteistöpääomarahastoilla on vahva jalansija ja pitkät perinteet: 32 vaihtuvapääomaista rahastoa hallinnoivat 106 miljardin euron varallisuutta, joka on huomattavasti enemmän, kuin missään muualla Euroopassa. (Suárez 2009, s. 123.) Aikaisemmin oltiin yleisesti sitä mieltä, että Suomen pienillä ja herkkillä markkinoilla ei ole tarvetta vaihtuvapääomaisille kiinteistörahastoille (Kasanen & Repo 1997, s. 171–174), mutta 2000-luvulla Suomeenkin on perustettu vaihtuvapääomaisia rahastoja.

Listamattomien kiinteistöpääomarahastojen tarkoituksena on saavuttaa epäsuoran kiinteistösijoituksen edut niin, ettei niiden arvo korreloisi suoraan yleisten osakemarkkinoiden kanssa. Tämä on niiden selkeä etu verrattuna kiinteistösijoitusyhtiöihin. Jatkuva keskustelua käydään siitä, olisivatko kiinteistöpääomarahastot kiinteistösijoitusyhtiöitä parempia sijoitusvaihtoehtoja sekä kotitalouksille että institutionaalisille sijoittajille. Paras sijoitusvaihtoehto on kuitenkin kiinni sijoittajan tarpeista ja riskinottokyvystä, eikä suoraan käytettävästä sijoitusmuodosta. Maailmanlaajuisesti kiinteistöpääomarahastot ovat laajentaneet toimintaansa kohtaamaan sijoittajien tarpeita ja kehittyneet lainsäädännöllisesti ja verotuksellisesti. (Suárez 2009, s. 113.)

Kiinteäpääomaisilla kiinteistöpääomarahastoilla (*closed-end funds*) tarkoitetaan pääomarahastoja, joilla on ennalta määritetty toiminta-aika, eikä uusia sijoittajia rahaston sulkeutumisen jälkeen yleensä oteta mukaan. Erona vaihtuvapääomaisiin rahastoihin on juuri siinä, että tässä sijoitusmuodossa pääoman määrä tiedetään etukäteen, eikä rahastolla ole velvollisuutta lunastaa kenenkään osuutta ennen rahaston olemassaolon päättymistä. Jos joku sijoittaja haluaa irtaantua ennen rahaston toiminta-ajan päätöstä, on hänen löydettävä osuudelleen ostaja itse. Pääomien pysyvyys parantaa rahaston hallinnointia ja lisää sen kykyä tehdä parempia sijoitusratkaisuja. (Suárez 2009, s. 123; Andrson & Born 2002, s. 5.)

Kiinteäpääomaiset eli suljetut pääomarahastot yleensä hankkivat kiinteistökohteensa niin, että ne on tarkoitus pitää rahaston portfolioissa koko rahaston olemassaolon ajan. Jos kiinteistöjä kuitenkin myydään jo ennen rahaston eliniän päättymistä, saavutettuja tuottoja ei yleensä sijoiteta uudelleen. Rahaston olemassaoloajan päättyessä sillä on usein mahdollisuus jatkaa toimintaansa yhdestä kolmeen vuoteen sijoittajien hyväksyessä tämän. Toisaalta juuri exit-vaiheen ongelmat voivat pakottaa rahaston jatkamaan toimintaansa, jos kohteille ei löydetä markkinoilta sopivia ostajia. Suljetuissa pääomarahastoissa yhdistyvät kiinteistösijoitusyhtiön ja vaihtuvapääomaisen rahaston edut. Ennustettavissa olevat kassavirrat lisäävät sijoittajien luottamusta ja antavat rahastolle enemmän mahdollisuuksia sijoituskohteiden valinnassa. (Lauriala 2005, s. 31–37.) Tässä työssä keskitytään juuri listaamattomiin, kiinteäpääomaisiin rahastoihin. Niitä käsitellään tarkemmin seuraavassa luvussa.



### 3 Kiinteistöpääomarahastot Suomessa

Edellisessä luvussa kuvattiin kiinteistöpääomarahastoja yhtenä epäsuoran kiinteistösijoittamisen muotona. Tässä luvussa tarkastellaan suomalaisten kiinteistöpääomarahastojen toimintaa. Koska Suomessa on lähinnä kiinteäpääomaisia kiinteistöpääomarahastoja, keskitytään tässä tutkimuksessa vain niihin. Aluksi kerrotaan pääomasijoittamisen historiasta ja rakenteesta, sitten pääomarahastoja määrittävästä lainsäädännöstä ja sen puutteista. Tämän jälkeen käydään läpi kiinteistöpääomarahastojen rakenne ja elinkaari sekä kiinteistöpääomarahastoihin liittyvää terminologiaa ja sen epäselvyyksiä.

Pääomasijoittamiselle ei Suomessa, tai muuallakaan maailmalla, ole olemassa yksinkertaista ja lyhyttä määritelmää. Pääomasijoittamisella tarkoitetaan yleensä ammattimaisten pääomasijoitusrahastojen tai muiden institutionaalisten sijoittajien tekemiä, oman pääoman ehtoisia tai omaan pääomaan sidonnaisia investointeja listaamattomiin yrityksiin. Terminologia on kuitenkin hyvin kirjavaa. Hankaluutta aiheuttaa varsinkin *venture capital*- ja *private equity* -termien erot Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Euroopassa ne tarkoittavat kaikkia pääomasijoittamisen vaiheita, kun taas Yhdysvalloissa *venture capital* -termillä tarkoitetaan siemenvaiheen sijoituksia *private equity* -markkinoilla. Suomessa sekä *venture capital* että *private equity* suomennetaan pääomasijoittamiseksi. Kiinteistöpääomarahastoillekin eri mailla on erilaisia rakenteita, terminologioita ja käytäntöjä. Sen lisäksi eri maat kategorisoivat rahastoja eri tavoin, joten niiden vertailu ja kirjallisuusanalyysit ovat välillä hyvin vaikeita. (Lauriala 2005, s. 20–21.)

#### 3.1 Pääomasijoittaminen yleisesti

Pääomasijoittaminen on Suomessa varsin uusi toimiala. Pääomamarkkinat kehittyivät 1980-luvulla eräänlaiseen lainsäädäntötyhjiöön, vasta 1985 tullut pörssin ohjesääntö toi markkinoille jonkinlaisia standardeja. Verotusjärjestelmän täysremontti 1980- ja 1990-luvuilla on yleisesti mahdollistanut pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymisen Suomeen. Johdannaismarkkinat, sijoitusrahastot ja joukkovelkakirjamarkkinat ovat kehittyneet tänne yllättävän myöhään, 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa. (Puttonen & Kivisaari 1997, s. 10–11.)

Alkuun Suomen kehittyvillä pääomasijoitusmarkkinoilla julkisen sektorin rooli oli huomattava. 1990-luvun loppupuolella julkisia pääomasijoitusyhtiöitä yksityistettiin ja alalle tuli muitakin reittejä yksityistä pääomaa. Nykyään suomalaisten pääomarahastojen merkittävämpiä sijoittajia ovat suomalaiset institutionaaliset sijoittajat, kuten vakuutusyhtiöt, eläke- ja vakuutusrahastot, säätiöt ja sijoitusrahastot. (www.fvca.fi) Institutionaalisilla sijoittajilla on usein suuri sijoitusvarallisuus ja heillä on käytössään paljon asiantuntemusta ja resursseja. Institutionaaliset sijoittajat seuraavat sijoituksiaan usein hyvin tarkkaan, vaikka eivät olisikaan mukana yhtiön hallinnossa. Sijoituspäätökset perustuvat laajaan informaatioon ja sen analysointiin. Markkinoiden tietoepäntä-arvo on yksi sijoittajaviestinnänkin haasteista. (Mars ym. 2000, s. 94–95.)



Pääomarahastot eroavat muusta sijoitustoiminnasta määräaikaaisuudellaan ja rajoitetulla likviditeetillään, varsinkin listaamattomissa pääomarahastoissa (Lauriala 2005, s. 22–23). Kommandiittimuotoisten rahastojen, joita nämä Suomessa pääsääntöisesti ovat, elinaika on yleensä noin kymmenen vuotta, joten uuden rahaston perustaminen on tarpeellista 2–5 vuoden välein. Pääomasijoittajien tehtävä on sijoituskohteisiin tehtävien sijoitusten hallinnointi ja lopulta irtaantuminen sijoituksista. Tavoitteellinen irtaantuminen on listautumisanti, jossa portfolion parhaat sijoitukset voidaan myydä likvideille jälkimarkkinoille. (Lauriala 2005, s. 13–14.)

Vaikka pääomasijoitusalan historia Suomessa on vielä verrattain lyhyt, se on alkanut vakiinnuttamaan asemaansa yhtenä rahoitusvaihtoehtona innovatiivisten kasvuyritysten parissa. Pääomasijoitusalan toimintaympäristön kehittäminen on kuitenkin jatkuva haaste. (www.fvca.fi) Listaamattomista kiinteistöpääomarahastoista ei ole akateemista tutkimusta, mutta niillä on olettavasti alhainen korrelaatio muun sijoitusmarkkinan kanssa, kilpailukykyiset historialliset tuotot, eikä niissä pitäisi olla nettoarvojen alennuksia (*NAV-discounts*). (Brounen ym. 2007.)

### 3.2 Kiinteistöpääomarahastojen toiminta

Pääomasijoittajat etsivät kiinteistöistä tasapainottavaa tekijää salkkuihinsa 2000-luvun teknologia- ja bioteknologiabuumien jälkeen. Yhdistämällä pääomasijoittaminen kiinteistösijoittamiseen voidaan saavuttaa parempi riski-tuotto -suhde, kuin suoralla kiinteistösijoittamisella tai kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeilla, riskin pysyessä alhaisena. (Falzon ym. 2003.) Tämä johtuu siitä, että osakkeet ja bondit eivät korreloi juuri keskenään, joten kiinteistösijoitukset vähentävät sijoitusportfolion riskiä, vähentämättä sen tuotto-odotuksia (Brounen ym. 2007). Kiinteistöpääomarahastojen erona muihin pääomarahastoihin on niiden erilainen kustannusrakenne ja erilainen tuottoprofiili. Pääomasijoitukselta odotetaan Laurialan (2005, s. 21) mukaan aina suurempaa tuottoa kuin esimerkiksi kiinteistösijoituksilta. Kiinteistöpääomarahastoilla on jatkuva vuokratassavirta, mutta toisaalta muita pääomarahastoja rajoitetumpi tuottopotentiali. Sen lisäksi ne käyttävät melkein aina velkavipurahoitusta ja niissä on *private equity* -rahastoista eroava palkkiorakenne ja sijoituskohteista johtuen erilainen kustannusrakenne, koska muussa pääomasijoittamisessa ei hallinto- ja kunnossapitokustannuksia yleensä juuri samalla tavalla ole. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 32.)

Kiinteistörahastoja luokitellaan monessa eri kirjallisuuslähteessä niiden sijoitustyylien mukaan. Monelle sijoittajalla sijoitusinstrumentin rakenteella, sijoitustyyllillä ja riskin määrällä on suuri merkitys. INREV on määrittänyt vuonna 2004 julkaistussa tutkimuksessaan sijoitustyyileille kolme eri luokkaa: *core*, *value-added* ja *opportunity*. Luokat on muodostettu instrumenttien tuottotavoitteen (sisäinen korkokanta IRR) sekä vieraan pääoman käytön (*gearing*) perusteella. Luokittelu ottaa huomioon rahaston tuoton ja riskin suhteen. (INREV 2004, s. 56; Apeseche 2009.) Suljetut pääomarahastot ottavat Brounenin ym. mukaan enemmän riskejä (*opportunity*, *value-added*), kuin avoimet rahastot (*core*). (Brounen ym. 2007) Silti monet sijoittavat arvioivat, että esimerkiksi asuntoihin sijoittavat suomalaiset kiinteistöpääomarahastot ovat *core*-luokassa.

### 3.2.1 Lainsäädäntö ja rakenne

Sijoitusrahasto- ja arvopaperimarkkinalakien kehityksestä huolimatta Suomessa ei vielä ole yksityistä sijoitustoimintaa (*private equity*) tai pääomasijoitustoimintaa koskevaa erityislainsäädäntöä kuten kehittyneimmissä pääomasijoitusmaissa, Yhdysvalloissa ja Isossa Britanniassa. Tämän takia pääomasijoitusrahastot toimivat Suomessa yleisten yhtiö- ja verolakien puitteissa. Ensimmäiset kiinteistöpääomarahastot perustettiin Suomeen vuonna 2005. Tällä hetkellä Suomessa on kymmenkunta merkittävää toimijaa, jotka tarjoavat listaamattomia, suljettuja kiinteistöpääomarahastoja. Suurin osa suomalaisista kiinteistöpääomarahastoista on perustettu kommandiittiyhtiön muotoon. Tämä tuo asiaan tiettyjä ongelmia sillä lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä ei ole alun perin luotu pääomarahastoja varten. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 160–161.) Sijoitusrahastolain esitöiden perusteella on Hidénin ja Tähtisen mukaan selvää, ettei laki koske suljettuja (kiinteäpääomaisia) rahastoja (Hidén & Tähtinen 2005, s. 160–161; HE 202/1998, s. 28 ja s. 39). Tässä tutkimuksessa käsiteltävien pääomarahastojen pääoma ei ole samalla tavalla vaihtuva, kuin sijoitusrahastolain (SRL) tarkoittamien sijoitusrahastojen, ns. avointen (*open-end*) rahastojen. Sen lisäksi kiinteäpääomaisten pääomarahastojen sijoittajamäärä on rajattu vain tietylle joukolle. Nämä ovat siis suljettuja rahastoja. ”Tällaisen rahaston osuuksia on pidettävä arvopaperimarkkinelain (AML) tarkoittamina arvopapereina, JOS ne on saatettu yleiseen liikkeeseen, ja niiden tarjoamiseen yleisölle sovelletaan SRL:n sijasta AML säännöksiä (jos niitäkään)” (Hidén & Tähtinen 2005, s. 16).

Kommandiittiyhtiöstä säädetään laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (AKL 389/1988). Lain mukaan siinä on oltava yksi tai useampi vastuunalainen yhtiömies ja yksi tai useampi ääneton yhtiömies. AKL 1 luvun 1 §:n ja 7 luvun 1 §:n mukaan vastuunalaiset yhtiömiehet vastaavat yhtiön veloista ja vastuista kaikella henkilökohtaisella omaisuudellaan, äänettömät yhtiömiehet vain sopimuksen osoittaman omaisuuspanoksen määrään asti. Tämä laki on alun perin tehty lähinnä pientä yritystoimintaa varten, joten monia sen yhtiömiesten suhteisiin jättämiä aukkoja paikataan laajoilla sopimusjärjestelyillä. Laurialan mukaan sopimuseusekkeitä ja ohjausjärjestelmien logiikka sekä sopimustekniset yksityiskohdat ovat Suomessa lähestulkoon kaikissa tapauksissa omaksuttu kehittyneiltä pääomamarkkinoilta, kuten Yhdysvalloista. (Lauriala 2005, s. 39.)

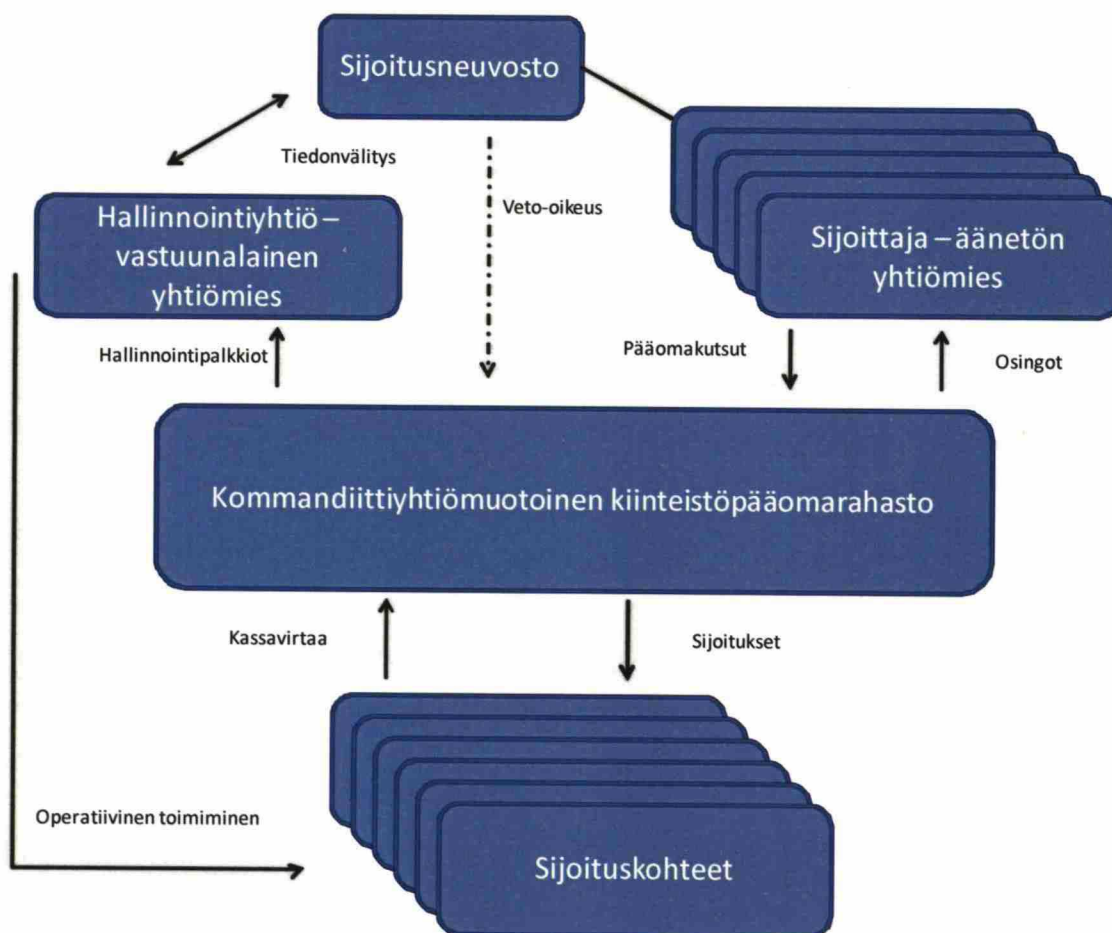
Kommandiittiyhtiömuoto tarkoittaa sitä, että vastuunalaisella yhtiömiehellä, joka kiinteistöpääomarahastoissa on manageriyhtiö tai hallinnointiyhtiö, on rajoittamaton vastuu rahaston toiminnasta ja velvoitteista. Sijoittajien vastuu rajoittuu vain niiden sijoittamaan summaan. Hallinnointiyhtiö voi tosin sijoittaa rahastoon tietyn summan, jonka osalta sen asema rinnastuu äänettömään yhtiömieheen. Suhteellisen yksinkertaisen yhtiörakenteen lisäksi pääomarahastoihin voi kuulua monimutkaisempia järjestelyjä dokumentaation, sijoituksentekoprosessin ja palkkiorakenteiden osalta. Näin on Hidénin ja Tähtisen mukaan usein varsinkin ulkomaisissa pääomarahastoissa. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 39; Lauriala, 2005, s. 39–50.)



Verolainsäädäntö ei toistaiseksi ota huomioon pääomarahastojen erityispiirteitä. Tästä huolimatta verotuksellinen ympäristö on Suomessa kohtuullisella tasolla ja laki kommandiittiyhtiöstä toimii pääomarahastoille melko hyvin. Tyytymättömyyttä markkinoilla on aiheuttanut kommandiittiyhtiöiden kymmenen vuoden yhtiökausi. FVCA haluaisi asiaan lisätä joustavuutta, jotta aika voisi olla pidempi. (FVCA 2008) Alalla onkin ollut keskustelua lainsäädännön kehittämisestä, mutta toisaalta tilannetta pidetään tällä hetkellä tyydyttävänä.

### 3.2.2 Toiminta ja osapuolet

Yksinkertaistetusti pääomasijoitusrahasto muodostuu kahdesta osasta: osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai useammasta määräaikaaisesta kommandiittimuotoisesta pääomarahastosta. Mutta varsinkin ulkomailla rakenteet ovat usein huomattavasti monimutkaisempia. Osakeyhtiömuotoinen hallintoyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat ovat äänettäviä yhtiömiehiä.



Kuva 3 Suomalaisen kiinteistöpääomarahaston rakenne (Lauriala 2005, s. 34)

Hallinnointiyhtiö on se yhtiö, joka käytännössä perustaa rahaston, pyörittää sitä ja tekee sijoituspäätökset. ”Säännönmukaisesti hallinnointiyhtiöllä on valta päättää ja toteuttaa rahaston puolesta kaikki rahastosopimusten sallimat toimet, jotka eivät kuulu esimerkiksi sijoitusneuvoston päätettäväksi” (Hidén & Tähtinen 2005, s. 136). Tätä



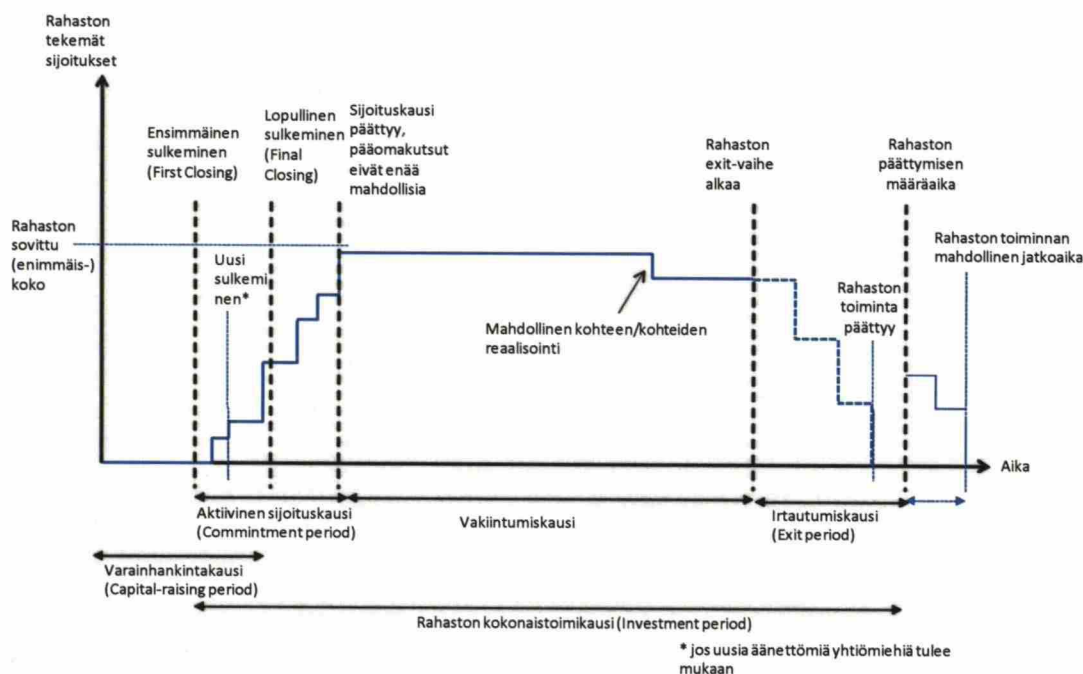
ennen yhtiö on kehittänyt rahastolle strategian ja liiketoimintasuunnitelman, jotka on saatu myytyä sijoittajille. Hallinnointiyhtiö on vastuussa sijoitusinstrumentin käytännön toiminnasta, sen päätöksenteosta, sijoitusstrategian toteuttamisesta, sijoitusten ja toiminnan rahoituksesta, raportoinnista ja usein myös kiinteistöomaisuuden hoidosta, ellei sitä ole ulkoistettu. Näistä toimista hallinnointiyhtiö ottaa oman palkkionsa. Päätöksenteossa hallinnointiyhtiö kuuntelee usein tarkalla korvalla sijoittajiaan, varsinkin niissä tapauksissa, jolloin sijoitusstrategiassa on paljon tulkinnanvaraisuutta. Hallinnointiyhtiö valmistelee rahaston sijoitusesitykset ennalta sovittujen reunaehtojen mukaan ja tekee käytännön toteutuksen. (Lauriala 2005, s. 33–34; Apeseche 2009.)

Kommandiittiyhtiömuotoisen pääomarahaston äänettömät yhtiömiehet, eli sijoittajat, ovat sitoutuneet siihen, että suorittavat tiettyä hallinnointiyhtiön määräämänä ajankohtana sijoitussitoumuksen mukaisen pääomamäärän. Sijoittaminen tapahtuu ennalta määritellyn ja äänettömien yhtiömiesten hyväksymän sijoituspolitiikan mukaisesti. Sijoitussitoumus on sitova. Näitä sijoitussitoumuksen mukaisia pääomakutsuja on sijoitusperiodin aikana tarvittava määrä, kunnes ennalta sovittu pääomamäärä on hallinnointiyhtiön kautta sijoitettu ja sijoitusperiodi sulkeutuu. Sitä mukaa, kun hallinnointiyhtiö tekee sijoitusesityksiä, ovat äänettömät yhtiömiehet velvollisia luovuttamaan pääomarahastolle alkuperäiseen sijoitussitoumukseen suhteessa olevan panoksen. Tämä järjestely vapauttaa sijoittajien pääomat heidän omaan käyttöönsä, kunnes pääomarahaston sijoituskohteet ovat selvillä ja rahasto tarvitsee sovitut pääomat. Rahasto maksaa *vakiintumiskauden* aikana (jossain tilanteissa aikaisemminkin) sijoittajille osinkoja kohteiden kassavirrasta. (Lauriala, 2005, s. 39–40.)

Sijoitusneuvosto koostuu sijoittajien edustajista kommandiittimuotoisissa pääomarahastoissa ja sillä on valtaa sijoituspäätöksiin vähintään veto-oikeuden muodossa. Suomalaisissa kiinteistöpääomarahastoissa esiintyvä sijoitusneuvosto on kansainvälisesti varsin tuntematon asia. Niiden olemassaoloa on perusteltu sillä, että näin sijoittajat voivat alkuvaiheessa tutustua paremmin uuteen toimialaan ja säilyttää kontrollin sijoituspäätöksiin. Pääomasijoittamista on näin myös markkinoitu sijoittajille, jotta he eivät kokisi täysin menettävänsä vaikutusmahdollisuuksiaan sijoitukseen. (Hertzen 2002, s. 79.) Asteittain Suomessa on siirrytty kansainväliseen malliin, jossa sijoittajat eivät osallistu päätöksentekoon. AKL ei tunne sijoitusneuvostoja tai vastaavia elimiä. Tästä huolimatta yhtiösopimuksessa voidaan hyvin sopia niiden käytöstä. Sijoitusneuvostoilla on usein veto-oikeus, koskien varsinkin suuria taloudellisia päätöksiä, kuten realisoiteja. Kansainvälisissä rahastoissa sijoittajat halutaan pitää rahastojen päätöksenteon ulkopuolella heidän rajoitetun vastuunsa turvaamiseksi. (Hidén & Tähtinen 2005, s. 133–134; Apeseche 2009.) Toisaalta hallintoyhtiölle maksetaan juuri siitä, että se on alansa asiantuntija ja tekee sijoituspäätökset sijoittajien puolesta. Ulkomaisissa rahastoissa on usein *advisory committee*, jonka tehtäviin kuuluu intressiristiriitojen, arvostusten ja muiden suurten asioiden päättäminen. Suomessa nämä kuuluvat sijoitusneuvostolle. Sen lisäksi pääomarahastoilla voi olla ulkopuolisia asiantuntijaelimiä auttamassa päätöksenteossa. (Hidén & Tähtinen, 2005, s. 135.) Sijoitusneuvoston asemaa viestinnän näkökulmasta tarkastellaan seuraavassa luvussa ja empiirisessä osiossa.

### 3.2.3 Elinkaari

Kiinteistöpääomarahaston elinkaari voidaan jakaa neljään osaan, mutta niihin liittyvä käsitteistö ei ole vielä täysin yhtenäistä. Tässä työssä käytetään kuvassa 3 esiteltyjä käsitteitä. Tämän tutkimuksen synteesissä, luvussa 8, esitellään tarkemmin tämän työn tekijän näkemys parhaasta elinkaarimallista suomenkielisine käsitteineen. Tutkimuksen alkuvaiheessa on käytetty jonkin verran erilaisia termejä kuin tutkimuksen loppuvaiheessa. Tutkimuksen haastatteluvaiheessa on puhuttu *aktiivisen sijoituskauden* jälkeisestä ajasta englanniksi *investment period* -termillä, joka on käännetty suomeksi rahaston *juoksuajaksi*. Näiden termien on tämän tutkimuksen perusteella todettu olevan epäselviä. *Investment period*, joka on rahaston kokonaistoimikausi, alkaa ensimmäisestä sulkemisesta ja päättyy rahaston elinkaaren lopussa. *Commitment period* on aikaisemmin käännetty suomeksi *investointiperiodiksi*, jota voitaneen pitää hiukan harhaanjohtavana. Tässä työssä *commitment period* on *aktiivinen sijoituskausi*. Epäselvyyksiä on ollut myös elinkaaren muiden osien kestossa ja rahaston sulkemisissa.



Kuva 4 Kiinteistöpääomarahaston elinkaari (mukaillen Falkenbach & Rouhento 2009; ICECAPITAL 2009)

Ensimmäisessä vaiheessa, joka on rahaston *varainhankintakausi* (*capital-raising period*) manageri markkinoi rahastoa ja kerää siihen sijoittajia. Managerilla on idea ja strategia, joiden perusteella sijoittaja tekee sijoituspäätöksen. Tällöin sijoittaja päättää minkä summan se investoi rahastoon. Rahaston ensimmäinen sulkeminen tapahtuu sijoittajien hyväksyessä ja allekirjoittaessa osakassopimuksen, jossa määritetään rahaston toiminta, säännöt ja strategia. Tämän jälkeen voi tapahtua uusia sulkemisia, jos rahastoon halutaan ottaa lisää sijoittajia. Lopullinen sulkeminen päättää varainhankintakauden. (Lauriala 2005, s. 36–37.)

Elinkaaren seuraava vaihe on *aktiivinen sijoituskausi* (*commitment period*), jonka aikana manageri tekee varsinaiset sijoitukset ja hankinnat. Tätä aikaa sanotaan myös hankintakaudeksi tai jossain lähteissä vain sijoituskaudeksi – juuri selvyiden vuoksi sitä



sanotaan tässä *aktiiviseksi sijoituskaudeksi*. Aktiivinen sijoituskausi kestää yleensä 2–4 vuotta rahaston ensimmäisen sulkemisen jälkeen. Tänä aikana manageri tekee rahaston strategian ja liiketoimintasuunnitelman mukaisia sijoituspäätöksiä. Näistä periaatteista ovat sijoittajat ja manageri sopineet hallinnointisopimuksessa. Tämän kauden aikana sijoittajat maksavat sijoituspanoksensa suuruisia summia rahastolle. He eivät maksa koko sijoitustaan rahastolle kerralla, vaan pääomakutsujen mukaan. Kiinteistöpääomarahastoissa pääomakutsut aktualisoituvat hankintojen aikataulun mukaisesti. (Lauriala 2005, s. 36–37.)

Aktiivisen sijoituskauden aikana manageri tekee sijoituspäätöksiä, kunnes rahasto on ns. täynnä eli sovittu määrä sijoituskohteita on hankittu rahastoon. Jos sijoituskutsuja on tämän jälkeen vielä kutsumatta, ei niitä yleensä enää kutsuta. Markkinatilanteen muutokset voivat aiheuttaa sen, että ennalta suunniteltu hankintasuunnitelma ei täysin pidä. On mahdollista, että markkinoilta ei löydy sopivia kohteita sopivaan hintaan tai että rahaston varat eivät riitä viimeisten kohteiden hankintaan tilanteessa, jossa vieraan pääoman hankinta on liian kallista. Tällöin voidaan turvautua esimerkiksi *bridge-lainoitukseen*. Rahaston kokoa tai pääomatarvetta ei täysin voida etukäteen ennustaa ennen aktiivisen sijoituskauden päättymistä. (Lauriala 2005 s. 39–40; Falkenbach & Rouhento 2009.)

Aktiivisen sijoituskauden jälkeen rahaston toiminta vakiintuu. Tälle ajanjaksolle ei ole löytynyt englanninkielistä tai suomenkielistä termiä, vaikka se on rahaston elinkaaren jaksoista pisin. Tässä tutkimuksessa käytetään sille termiä *vakiintumiskausi*. Rahaston aktiivisen sijoituskauden jälkeen, sen toiminnan vakiintumiskaudella, kiinteistöpääomarahaston pitäisi tuottaa sijoittajille helposti ennustettavissa olevaa positiivista kassavirtaa. *Vakiintumiskaudella* rahastoon sijoitetut pääomat ovat sidottuja sen toimintaan, eikä niitä yleensä palauteta sijoittajille ennen rahaston toiminnan päättämistä. Salkun sisältö voi toki muuttua *vakiintumiskaudellakin*, sillä hyvä manageri seuraa aina markkinatilannetta ja hankkii sijoittajille hyötyä mahdollisista arvonnousuista myymällä kiinteistökohteita tilanteen mukaan. Tästä tulevat rahat voidaan joko sijoittaa uusiin kohteisiin tai palauttaa sijoittajille. (Lauriala 2005, s. 39–40.)

Rahaston elinkaari päättyy *irtautumiskauteen* (*exit period*), jossa rahaston toiminta päätetään sijoittajien ja managerin valitsemalla tavalla. Rahaston elinkaari on yleensä noin kymmenen vuotta, mutta sen toimintaa voidaan jatkaa sijoitusneuvoston päätöksellä, yleensä muutamia vuosia kerrallaan. Erilaisia exit-mahdollisuuksia on olemassa hyvin paljon lähtien koko salkun myymisestä rahaston ulkopuolelle tai julkisesta listautumisesta pörssiin. Yleinen vaihtoehto on salkun pilkkominen osiin ja myyminen edelleen. (Lauriala 2005, s. 39–40.) Suomessa on tähän mennessä ollut vasta yksi exit-tapahtuma, joka sekin tapahtui rahaston *aktiivisen sijoituskauden* aikana. Exit-vaihe on siitä kriittinen, että vasta tässä kohdassa sijoituksen arvonnousu realisoituu kunnolla ja managerin ammattitaito punnitaan markkinoilla.



### 3.3 Kiinteistöpääomarahastojen eri ulottuvuuksia

Kiinteistöpääomarahastojen markkina on maailmanlaajuisestikin niin uusi, että sen hyödyistä ja heikkouksista ollaan vielä erimielisiä. Eräiden väitteiden mukaan listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden pitäisi toisaalta antaa samankaltaiset hyödyt, kuin kiinteistöpääomarahastojen, koska ne sijoittavat itse suoraan kiinteistöihin ja ovat vain tällöin sijoittamisen arvopaperistettu, likvidimpi muoto. Mutta toisaalta vaikuttaa, että näiden yhtiöiden osakkeet korreloivat voimakkaasti muun osakemarkkinan kanssa, jolloin välillisen kiinteistösijoittamisen edut, verrattuna muihin arvopapereihin, menetetään. Osakkeiden arvon suuret heittelyt verrattuna yhtiöiden kiinteistöomistuksen nettoarvoon tuovat epävarmuutta kiinteistösijoitusmarkkinoille. (Hoesli ym. 2007; Brounen ym. 2007.) Suurin osa listaamattomista instrumenteista on suunniteltu siten, että ne pyrkivät olemaan verotehokkaita sijoittajille (Duff & George 2004, s. 22).

Listaamattomia kiinteistöpääomarahastoja on markkinoitu ns. kolmantena ratkaisuna, suoran kiinteistösijoittamisen ja kiinteistösijoitusyhtiöiden väliin. Näillä pääomarahastoilla on suurin osa suoran kiinteistösijoittamisen eduista, eivätkä ne heilahtelee pörssikurssien mukana. Niiden arvo perustuu enemmän kiinteistöjen arvostukseen kuin tapahtuneen vaihdon määrään ja sitä kautta tapahtuvaan arvon määrittymiseen. (Brounen ym., 2007.) Monet institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneita epäsuorassa kiinteistösijoittamisesta erityisesti listaamattomista instrumenteista. Listatuilla ja listaamattomilla sijoitusinstrumenteilla on paljon eroja niiden sijoittajaviestinnässä. Listatut, julkiset markkinat ovat läpinäkyvät, koska niillä on vakiintunut säännösympäristö ja raportointitapa. Listaamattomilla markkinoilla tilanne on Suomessa hyvin erilainen, koska mitään lainsäädäntöä tai muuta normistoa ei ole, kuten aikaisemminkin on mainittu. Sen lisäksi listaamattomista instrumenteista ei ole saatavissa yleistä markkinatietoa tai yksityiskohtaista tietoa kuin rajoitetusti. Rahaston toimintaa koskevat raportit ovat sijoittajan kannalta hyvin tärkeä väline sijoitusten ja johdon toimien seurannassa. Karen tutkimuksen mukaan raportointi ei ole yksi tärkeimmistä asioista valittaessa epäsuoraa kiinteistösijoitusinstrumenttia, mutta sitä pidetään, sijoituskohteesta riippuen, tärkeänä. Toisaalta on hyvä miettiä, mikä lopulta on relevanttia tietoa sijoittajien kannalta ja mikä järkevää managerien kannalta. Kare mainitsee diplomityössään, että rahastojen sijoitusmuistioissakaan ei usein ole tietoa raportoinnin sisällöstä. (Kare 2004, s. 84.)

Kiinteistöpääomarahastot tuovat lisämahdollisuuksia suunnitella sijoittajien ja managerin välistä suhdetta paremmaksi, koska rahaston ja rahoituksen rakenne on mahdollista räätälöidä juuri sen hetkiseen tilanteeseen sopivaksi. Sijoittajilla on myös osaamisensa avulla mahdollisuus tuoda merkittävää lisäarvoa sijoitukselle. Ammattimaisilla sijoittajilla on usein kiinteistöalan toimijoita parempaa ammattitaitoa rahoituksessa, *corporate governancen* hallinnassa, raportoinnissa tai liiketoiminnan suunnittelussa. Kiinteistöalalla on ollut jo aikaisemmin 1990-luvulla haluja pääomasijoittajien rahoitukselle, mutta pääomasijoittajat eivät ole tällöin innostuneet, koska eivät pitäneet *core*-rahastoja riittävän kiinnostavina sijoituskohteina. Sijoittajat ovat myös heränneet huomaamaan, että kiinteistöpääomarahastoilla on enemmän exit-vaihtoehtoja kuin muulla pääomasijoittamisella, koska kiinteistömarkkinat ovat siinä

suhteessa kestävämmät. Sijoituksen arvo ei myöskään täydellisesti häviä, vaikka arvonalentumisia tulisikin. (Falzon ym. 2003.)

## 4 Sijoittajaraportointi kiinteistöpääomarahastoissa

Investor relations termille on suomalaisessa kirjallisuudessa erilaisia käännöksiä. Tässä tutkimuksessa puhutaan *sijoittajaviestinnästä* (*investor relations*, IR), jonka katsotaan kattavan osittain myös käsitteen *sijoittajasuhteet* ja englanninkielisen käsitteen *public relations*. Alan kansainväliseksi lyhenteeksi on vakiintunut "IR", jota käytetään paljon Suomessakin. (Mars ym. 2000, s. 11–12.)

Tässä työssä keskitytään kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointiin, joka on yksi osa kiinteistöpääomarahastojen hallinnointiyhtiöiden sijoittajaviestintää. Luvun alussa käydään läpi sijoittajaviestinnän taustoja ja yleisperiaatteita, huomioidaan muiden sijoitusinstrumenttien, paitsi kommandiittiyhtiömuotoisten pääomarahastojen, sijoittajaviestinnän voimakas sääntely lainsäädännön tasolla ja esitellään olemassa olevia ohjeistuksia kiinteistöpääomarahastojen raportointiin.

### 4.1 Sijoittajaviestinnän historiaa

Vuonna 1993 tapahtunut ulkomaisen omistuksen vapautus johti yritysten ja sijoittajien välisten suhteiden lopulliseen muuttumiseen. Markkinoiden valvonta siirtyi Suomen Pankin yhteydessä toimivalle rahoitustarkastukselle, myöhemmin finanssivalvonnalle. Näillä toimenpiteillä oli huomattava vaikutus yritysten suhtautumiseen sijoittajia kohtaan. Aikaisemman molemminpuolisen vaitonaisuuden tilalle on tullut vuorovaikutussuhde, yritysjohton joutuessa vastaamaan sijoittajien ja analyytikkojen kysymyksiin osingonjakosuhteesta optimaaliseen pääomarakenteeseen ja suojautumispolitiikasta investointipäätöksiin. (Puttonen & Kivisaari 1997, s. 10–11; Mars ym. 2000, s. 18–22; Kariola ym. 2004, s. 22–28.)

Puttosen tutkimukset pörssiyritysten sijoittajaviestinnästä (Puttonen ym. 1994, 1995, 1996) herättivät aikanaan paljon keskustelua. Tutkimusten tuloksista kävi selvästi ilmi, että kansainvälisillä markkinoilla toimivat yritykset, kuten Nokia, pärjäsivät kaikilla mittareilla parhaiten. Tästä seurasi erityisten IR-henkilöiden palkkaaminen suomalaisiin yrityksiin ja asian nouseminen yleiseksi keskusteluaiheeksi. Käytäntöjä omaksuttiin angloamerikkalaisesta kulttuurista, josta lähes kaikki pääoma-markkinoiden muutkin ilmiöt tulivat Suomeen. (Kariola 2004, s. 22–23; Mars ym. 2000, s. 21.) Sijoitusyhtiöt ja varsinkin kiinteistösijoitukseen erikoistuneet yhtiöt pärjäsivät Puttosen tutkimuksissa selvästi heikoiten. Samat johtopäätökset esiintyivät myös Iivosen (2001) ja Hartikaisen (2003) diplomitoissa, joissa tutkittiin listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajaviestintää. Ala on kuitenkin Suomessa kehittynyt, ja muutamia ylilyöntejä lukuun ottamatta suomalaisten yritysten sijoittajaviestintä nousi hyvälle kansainväliselle tasolle 1990-luvun aikana (Mars ym. 2000, s. 23).

### 4.2 Sijoittajaviestinnän tavoitteet

Perinteisen kirjanpidon roolista on käyty keskustelua 2000-luvulla, ja sen merkityksen on sanottu vähentyneen viimeistään erilaisten kirjanpitoskandaalien myötä (Sujan & Abeysekera, 2007). Sijoittajaviestintä nojaa silti edelleen voimakkaasti yrityksen talousraportointiin ja sen aikatauluihin. Tämä näkyy myös kiinteistöpääomarahastojen raportoinnissa, niiden aikataulutukset määräytyy usein kirjanpidon aikataulujen mukaan.



(ICECAPITAL 2009) Keskeisin sijoittajaviestinnän tehtävistä on huolehtia siitä, että yritys on haluttu sijoituskohde. On pidettävä huolta jo olemassa olevista sijoittajista ja samanaikaisesti hankittava uusia sekä hallittava markkinoiden odotuksia yrityksen toiminnan suhteen. Monessa kansainvälisessä tutkimuksessa on todettu yritysten sijoittajaviestinnän onnistumisella olevan merkitystä. Kurssikehitys ja osakkeen likviditeetti ovatkin usein käytettyjä sijoittajaviestinnän laatumittareita, vaikka suora syy-yhteys on toki vaikeasti johdettavissa. Muita mittareita ovat institutionaalisten sijoittajien ja yhtiötä seuraavien analyytikkojen lukumäärä. (Chang ym. 2008; Mars ym. 2000, s. 34–44.)

Onnistuneen sijoittajaviestinnän hyötyjä ovat yleisen tunnettuuden lisäksi rahoituskustannusten aleneminen oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannusten pienentyessä. Jos sijoittajaviestintä on hoidettu hyvin kansainvälisesti, laajenevat rahoituksen saantimahdollisuudet yli rajojen. Hyvän viestinnän ansiosta yrityksen vaihdanta-arvo vahvistuu yrityskauppatilanteessa, koska mahdollisuus rahoittaa yritysostoja omilla osakkeilla kasvaa. Parhaalla mahdollisella tasolla oleva osake tekee valtausyrittäjän kalliiksi. Myös osakkeen likviditeetti nousee, kun kiinnostus yritystä kohtaan kasvaa. Sijoittajaviestinnän kautta saadaan suojaa kurssilaskulle, sillä laaja osakas pohja yleensä takaa, että yksityiset ja institutionaaliset sijoittajat pitävät osakkeen laskusuhdanteessakin. Osakekurssin volatilitteetti vähenee, kun markkinoilla on oikeaa tietoa riittävästi, jolloin osakkeen reagoitiherkkyys pienenee. (Mars ym. 2000, s. 45–47; Chang ym. 2008.)

### **4.3 Muiden instrumenttien sijoittajaviestinnästä**

Suomessa pörssiyritysten raportoinnin pohjan muodostavat lainsäädäntö ja normit, jotka ovat jo varsin kattavia. Saavuttaakseen globaalia kilpailukykyä monet yritykset haluavat kuitenkin tarjota tätä huomattavasti parempaa ja analysoidumpaa tietoa sijoittajille ja varsinkin potentiaalisille sellaisille. (Mars ym. 2000, s. 143–144) Kiinteistöpääomarahastoja eivät kuitenkaan koske esim. sijoitusrahastolain 13 luvun säännökset rahasto-osuuksien markkinoinnista ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuudesta (Hidén & Tähtinen 2005, s. 77). Vaikka arvopaperimarkkinalaki tai sijoitusrahastolaki eivät määrittelekään kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaviestintää millään tavalla, ovat monet näiden lakien alaiset rahastot olleet pohjana kiinteistöpääomarahastojen raportoinnille; esimerkiksi kvartaaliraportointi tuli Suomessa pakolliseksi pörssiyrityksille vuonna 2002 (Kariola ym. 2004, s. 26–27).

Erilaisissa alan toimijoiden ohjeistuksissa, tutkimuksissa ja lähdeaineistossa tiedon tarvetta on pohdittu hyvin paljon. Näistä ainakin Suomen sijoitusanalyytikkojen yhdistys sanoo ottaneensa huomioon kansainvälisen käytännön vaatimuksia. Vaikka yleisesti on olemassa hyvin paljon erilaisia ohjeistuksia talousraportoinnille, jää paljon asioita määrittelemättä. Moni raportoitava asia ja varsinkin raportointitarkkuus ovat kiinni raporttien tekijästä. Varsinkin epäformaalien viestintäkanavien, kuten sijoittajatapamisten jne., käyttö on täysin kiinni raportointia tekevästä yhtiöstä. (Lang ym. 1993) Taulukkoon 2 on koottu Suomen sijoitusanalyytikot ry:n suositukset (2005) pörssiyrityksen säännöllisestä taloudellisesta tiedottamisesta ja Iivosen (1999) havainnot kiinteistö sijoitusyhtiöiden sijoittajaviestinnän tärkeimmistä osa-alueista

tilinpäätöstietojen lisäksi. Sijoitusanalyytikkojen yleisohjeet pörssiyhtiöiden säännöllisestä taloudellisesta tiedottamisesta määrittävät, että osavuosisraportit on julkaistava vuosineljänneksittäin ja niissä on ilmoitettava oman pääoman tuotto (IRR), sijoitetun pääoman tuotto, yhtiön omavaraisuusaste, korollinen nettovelka ja velkaantumisaste (*gearing*). Suosituksen mukaan laskentakäytäntöjen eri katsausjaksoilla tulee olla yhdenmukaiset; mikäli niihin tehdään muutoksia, on siitä ilmoitettava selkeästi. Tämän lisäksi mukana on oltava kuvaus yhtiön (rahaston) liiketoiminnan riskeistä. Iivosen tutkimuksessa listattiin, mitä listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden pitäisi raportoida tilinpäätöstietojen lisäksi. Näitä tietoja olivat liikeidea, tavoitteet ja strategia, tuleva toiminta, kiinteistösalkun sisältö, yksittäiset kiinteistöt, vuokralaiset ja vuokrasopimukset, kiinteistöjen arviointi, markkinakatsaus, riskit ja niiden analysointi, rahoitus sekä muu mahdollinen informaatio. Koska Iivosen tuloksissa ei ole otettu huomioon tilinpäätöstietoja, ovat listaukset aivan erilaisia. Iivosen havaintoja pitääkin ajatella sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksia täydentävinä. Näiden kahden listauksen pohjalta on tässä tutkimuksessa lähdetty miettimään kiinteistö-pääomarahastojen raportointia. Vaikka sijoitusrahastoyhdistyksen suositukset on tehty pörssiyhtiöitä varten, toimivat ne pääpiirteissään myös pääomarahastoille. Tämän tutkimuksen kysymystenasettelu tehtiin pitkälti näiden listausten, myöhemmin esiteltävien kahden kansainvälisen järjestön raportointisuosituksen ja ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy:n kiinteistörahastoraporttien pohjalta.

Taulukko 2 Suosituksia ja tuloksia (Suomen sijoitusrahastoyhdistys 2005; Iivonen 1999, s. 56–66)

Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry:n suositukset pörssiyhtiöiden tilinpäätöstietojen julkaisusta	Iivosen määrittämät hyvän vuosikertomuksen osa-alueet kiinteistösijoitusyhtiöille
Osavuosisraportit vuosineljänneksittäin	Liikeidea, tavoitteet ja strategia
Oman pääoman tuotto (IRR)	Tuleva toiminta
Sijoitetun pääoman tuotto	Kiinteistösalkku
Omavaraisuusaste	Yksittäiset kiinteistöt
Korollinen nettovelka	Vuokralaiset ja vuokrasopimukset
Velkaantumisaste	Kiinteistöjen arviointi
Laskentakäytäntöjen muutokset on ilmoitettava selvästi	Markkinat
Kuvaus yhtiön (rahaston) liiketoiminnan riskeistä	Riskit ja niiden analysointi
	Rahoitus
	Muu informaatio



Näiden lisäksi on olemassa monia muita suosituksia, kuten Suomen pääomasijoittajien yhdistyksen laatima suositus pääomarahaston yhtiö- ja hallinnointisopimuksen rakenteeksi, jossa puhutaan sijoitusneuvostosta ja ”lainsäädännön vaatimukset ylittävistä säännöllisestä raportointivelvollisuudesta”. (Hertzen 2002, s. 47) Tähän ohjeistukseen ei ole tässä tutkimuksessa ollut kuitenkaan mahdollisuutta tutustua.

#### **4.4 Kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointi**

Edellisissä luvuissa mainittujen syiden vuoksi sijoittajaviestinnän hallinta on hyvin tärkeää kiinteistöpääomarahastojen hallinnointiyhtiöille. Hallinnointiyhtiöt ovat Suomessa usein osa suurempia konserneja, joilla on muutakin rahoitusalan toimintaa. Tällöin sijoittajaviestinnän tärkeys ja viestin yhteneväisyys ovat entistä tärkeämpiä, jotta yhtiö koetaan luotettavana ja uskottavana yhteistyökumppanina alalla. Sijoittajan kannalta pääomasijoittamisen sijoittajaviestintä ja sijoittajaraportointi ovat yksi tärkeimmistä tällaisen sijoitusinstrumentin kontrollimenetelmistä (Sahlman 1990). Suoraan omistamiseen perustuvassa sijoittamisessa tarvitaan vahvaa ammattitaitoa ja markkinoiden syvää tuntemusta, jotta sijoituspäätökset onnistuvat. Epäsuorassa sijoittamisessa hallinnointiyhtiöllä luotetaan olevan nämä ominaisuudet. Sijoittajien on voitava luottaa managerien arviointikykyyn ja heidän tekemiinsä päätöksiin. (Haapio 2009, s. 51.) Tämän takia managereilta saatavan informaation, sijoittajaraportoinnin, merkitys korostuu.

Kiinteistöpääomarahastojen raportointi ei aikaisemminkin mainitun toimialan nuoren iän ja toimintamuotojen määrittymättömyyden takia ole vielä löytänyt lopullista muotoaan. Lainsäädännön, muiden normien ja ohjeistusten sekä varsinkin benchmarking-kohteiden puute eivät ole luoneet alalle tarvetta raportoinnin kehittämiseen. Yleisesti ottaen alan kontrollointi on vähäisempää kuin muissa sijoitusmuodoissa (INREV 2008). Hyvän markkinatilanteen aikana sijoittajien ja hallinnointiyhtiöiden kiinnostus raportoinnin kehittämiseen ei välttämättä ole suurta. Raportointiin ei ole tarvetta kiinnittää huomiota, koska rahastojen tuotto on niin hyvällä tasolla. Kysynnän ja tarjonnan muutoksiin pääomasijoitusmarkkinoilla perustuvan teorian mukaan sijoituspalveluiden kysynnän ollessa suurta hallinnointiyhtiön toimintaa rajoittavien tekijöiden, kuten kovenanttien, määrän pitäisi vähentyä. Alalla luotettuina pidettyjen hallinnointiyhtiöiden kontrollointi pitäisi olla vähäisempää, eli sijoittajien luottamus heidän toimintaansa ja siitä raportointiin on suurempaa. (Hertzen 2002, s. 30.)

Sijoituksen kontrolloinnin ja sen seuraamisen takia on managerin raportoitava sijoituksen kehittymisestä sijoittajille. Tämä on yleensä kirjattu jo hallinnointisopimukseen. Koska käytäntöjä tai normeja ei – kuten edellä on jo todettu – ole, on hallinnointiyhtiöiden raportointikäytännöissä suuria eroja. Hallinnointiyhtiön raporteista huolimatta on sijoittajan joskus vaikea arvioida sijoituskohteiden reaalista arvoa tai sijoitustoiminnan tuottavuutta. Jotta raportointi toimisi parhaalla mahdollisella tavalla, on sijoittajia myös kannustettava kertomaan, mitä he haluavat raportoinnilta (Topazio 2007). Raportointikäytännöt poikkeavat toisistaan listaamattomilla pääomarahastoilla Euroopassa, ja säännöt sekä ohjeistukset vaihtelevat merkittävästi eri alueiden välillä. On toki odotettavissa, että nämä kehittyisivät tulevaisuudessa yhtenäisemmiksi. INREV:n (European Association for Investors in Non-listed Real



Estate Vehicles) yksi päätavoitteista on kehittää raportointikäytäntöjä Euroopassa (www.inrev.org.) Sen lisäksi raportointia määrittelevät erilaiset kirjanpito-standardit, kuten IFRS ja GAAP. Huhtikuun 2009 lopulla julkaistiin ehdotus Euroopan Unionin direktiiviksi, joka on johtamassa muidenkin rahastojen kuin SRL:n määrittelemien sijoitusrahastojen hallinnoinnin sääntelyyn. Vaikka direktiivi on vasta ehdotus, se voi tulevaisuudessa vaikuttaa kiinteistöpääomarahastojen raportointinormeihin. (Borenus & Kempainen 2009.)

Alan kasvaessa ja exit-vaiheiden tullessa yhä lähemmäksi informaation tarve markkinoilla kasvaa (Brounen ym. 2007). Pääomasijoitussuhteiden loppuvaiheessa voi hallinnointiyhtiön ja sijoittajien välille tulla erilaisia kiistoja rahaston elinajan jatkamisesta (Hertzen 2003, s. 24). Myös eri exit-vaihtoehtojen tuominen sijoittajien ymmärrykseen vaatii raportoinnin ja muun sijoittajaviestinnän onnistumista.

#### **4.5 INREV:n ja NCREIF:n suositukset sijoittajaraportoinnista**

Kiinteistöpääomarahastoalan johtavat järjestöt haluavat kehittää alaa ja sen toimintaa. Yksi kehityskohde on sijoittajaraportointi. Eurooppalainen kiinteistöpääomarahastotoimijoiden etujärjestö INREV (European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) on luonut omat suosituksensa (*guidelines*) kiinteistöpääomarahastojen vuosiraportteille (INREV 2008). INREV:n mukaan sen jäsenet ovat hyvin voimakkaasti toivoneet järjestön luovan alalle yhteisiä standardeja. (INREV 2008) Yhdysvalloissa vastaavan on julkaissut National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF), joka pitää niitä standardeina (*Fund Reporting Standards*) (NCREIF 2008). Järjestöjen ohjeistuksia vertaillaan

taulukossa 3.

Molemmat järjestöt korostavat raportoinnin läpinäkyvyyttä, olennaisen tiedon merkitystä ja vertailukelpoisuutta. NCREIF:n mukaan tiedon pitää olla luotettavaa ja sen on oltava yksityiskohtaisesti verifioitavissa. Tiedon pitää myös olla sellaista, jolla on merkitystä sijoittajan päätöksenteossa. Kuten INREV, myös NCREIF on listannut ehdottomasti vaadittavia tietoja ja niiden lisäksi suosituksia asioista, joista olisi hyvä kertoa raportissa. NCREIF:n organisaatio päivittää standardejaan säännöllisesti, joten tämän hetken suosituksista voi tulla vaatimuksia tulevaisuudessa. (INREV 2008; NCREIF 2008.) INREV on tehnyt suositusten julkaisun jälkeen jäsenilleen kaksi kyselyä suositusten käyttöönotosta. Vuonna 2007 72 prosenttia jäsenistä oli ottanut suosituksen käyttöön ja vuonna 2008 määrä oli kasvanut 81 prosenttiin. (INREV 2008; INREV 2009.)

INREV:llä on suosituksia erikseen rahaston eri vaiheisiin; varainhankintavaiheeseen, aktiivisen sijoituskauden jälkeiseen aikaan ja exit-vaiheeseen. Suosituksissa ei tehdä eroa aktiivisen sijoituskauden ja sen jälkeisen ajan välillä, toisin kuin tässä tutkimuksessa. Suositukset jakaantuvat kolmeen luokkaan: periaatteisiin, parhaisiin käytänteisiin ja tulevaan kehittämiseen. Koska Euroopassa on erilaisia ja erikokoisia kiinteistöpääomarahastoja, INREV ei suosituksessaan tee eroa vaihtuva- ja kiinteäpääomaisten rahastojen, eikä rahastojen sijoitustyylien välille, vaikkakin toteaa

ohjeistuksen soveltuvan parhaiten *core*-rahastoille. INREV muistuttaa, että heidän suosituksensa eivät kuitenkaan ole kirjanpitostandardeja. (INREV 2008.)

Sekä INREV että NCREIF vaativat rahaston perustietojen selkeää ilmoittamista. Näihin kuuluvat rahaston nimi, yhteystiedot, perustamisajankohta (NCREIF: suljetuilla rahastoilla myös elinkaaren päättymisajankohta ja exit-vaiheen suunniteltu aloittamisajankohta) sekä rakenteen, sijoitustyylin ja -strategian kuvaukset. Nämä viimeisimmät on raportoitava vain vuosiraportissa. Molemmilla järjestöillä on samoja elementtejä raportointivaatimuksissaan. Arvioijan lausunto, tilinpäätöstiedot ja taloudelliset tiedot ovat molemmissa pakollisina tietoina. Taloudessa tosin eroja tulee jo siitä, että NCREIF:n raportointivaatimukset tulevat GAAP:n pohjalta ja INREV:n IFRS:n pohjalta. NCREIF vaatii ilmoittamaan rahaston tuoton Total Time-Weighted (TWR)- ja Internal Rate of Return (IRR) -arvojen kautta. Molemmat näistä on laskettava rahaston brutto- ja nettotuotoille.

INREV pitää kiinteistösalkun sisällön raportointia ja managerin analyysia salkun sisällöstä ja toiminnasta ehdottomina asioina, NCREIF:n mukaan nämä ovat kuitenkin vain suositeltavia lisätietoja. Tämän lisäksi INREV painottaa hyvän hallintotavan toteutumista. NCREIF:n suosittelemia lisätietoja ovat lainarakenne ja pääomakutsuihin liittyvä informaatio. Molemmat järjestöt ovat tehneet omat suosituksensa myös arvioinnille ja erilaisten tunnuslukujen laskennalle. (INREV 2008; NCREIF 2008.)

**Taulukko 3 INREV:n ja NCREIF:n suositukset vuosiraporttien sisällöstä. (INREV 2008; NCREIF 2008)**

INREV	NCREIF
Rahaston perustiedot	Rahaston perustiedot
Managerin raportti ja analyysi tulevasta toiminnasta	Avainluvut:
Kiinteistösalkun sisältö	NAV-laskelma
NAV-laskelma	Palkkiorakenne
Palkkiorakenne	TWR (Total Time-Weighted Return) (brutto- ja netto)
Arvioijan lausunto	Verifiointikelpoinen vertailu
Hyvän hallintotavan toteutuminen	GAAP-pohjainen talousraportti
Tilinpäätöstiedot	Tilinpäätöstiedot (GAAP)
Pääomakutsut	Investointiaikataulu
	Arvioijan lausunto
	IRR rahaston alusta (brutto- ja netto)

#### 4.6 Muu sijoittajaviestintä

Brucen ja Wallacen (1997) mukaan ei ole realistista olettaa, että analyytikot ja sijoittajat tietäisivät ja ymmärtäisivät kaikki tekijät, jotka vaikuttavat osakkeen hintaan. Samalla



tavalla ei ole realistista odottaa, että sijoittajat tietäisivät kaiken salkun sisällöstä. Siksi on tärkeää, että sijoittajaviestintä toimii ja olennaisimmat tiedot välitetään oikeille tahoille. Asiat pitää laittaa oikeaan kontekstiin ja mittakaavaan, jotta sijoittajat varmasti ymmärtävät, mistä on kyse. (Bruce & Wallace 1997, s. 62–63.)

Perinteiset sijoittajaviestinnän välineet ovat tulosraportit (vuosikertomus ja osavuotiskatsaukset), yhtiökokoukset, erilaiset tiedotustilaisuudet ja muut tilaisuudet, puhelinkonferenssit, henkilökohtaiset tapaamiset, *Capital Market Day* -tilaisuudet, sijoittajille suunnatut yritysjulkaisut ja yrityksen tarina. On mietittävä tarkkaan, mitä sijoittajasegmenttiä mikäkin kanava palvelee. (Mars ym. 2000, s. 141–164.) Vuosikertomuksella on edelleen tärkeä merkitys yrityksen talous- ja sijoittajaviestinnän kokonaisuudessa. Hyvän vuosikertomuksen tietosisältö tulisi olla helposti verrattavissa muihin vastaaviin tuotteisiin, jotta sijoittaja pystyy yhteismitallistamaan sijoituskohteita.

Chang ym. ottavat artikkelissaan esille tiedon epätasaisen jakautumisen sijoittajille. Osa sijoittajista on paremmin informoituja ja osa on vain julkisen tiedon varassa. Tällöin on kyse tiedon epäsymmetriasta. (Chang ym. 2008.) Tällainen tilanne voi olla mahdollinen myös kiinteistöpääomarahastoissa, kun osa sijoittajista saa käydä sijoitusneuvostojen kokouksissa kuulemassa asioista suoraan managerilta ja osa saa vain kirjalliset raportit.

Hertzenin tutkimuksessa haastateltujen pääomarahastoihin sijoittavien tahojen asiantuntijoiden mielipiteet jakautuvat sijoitusneuvoston hyödyllisyydestä. Sijoitusneuvoston hyötynä pidettiin sitä, että se pakottaa managerin huolelliseen asioiden selvittämiseen ja esittelyyn, koska niille pitää saada sijoitusneuvoston hyväksyntä. Osan mielestä tällainen rakenne ei ole tarpeellinen. (Hertzen 2003, s. 79–81.)

#### **4.7 Sijoituksen kontrolloinnista**

Pääomarahastoihin liittyy aina merkittäviä varallisuudensiirtoja, jotka voivat ohjata opportunistiseen käyttäytymiseen. Sijoittajilla on käytännössä hyvin vähän keinoja puuttua hallinnointiyhtiön toimintaan. Sijoittajilla ei usein ole tarpeeksi ajantasaista ja tarkkaa tietoa salkun sisällöstä tai osaamista markkinatilanteen ja toimialan suhteen, jotta ne voisivat arvioida tarkasti yksittäisiä sijoituspäätöksiä. Sijoitustoiminnan arviointi ennen *aktiivisen sijoituskauden* päättymistä ja rahaston *vakiintumiskauden* alkamista on hyvin vaikeaa. Sijoittaminen kiinteistöpääomarahastoon tarkoittaa siis käytännössä sitoutumista samaan hallinnointiyhtiöön ja rahastoon koko sen elinkaaren ajaksi. Sijoittajien on varauduttava rahaston toiminnan seuraamiseen ja kontrollointiin sopimusoikeudellisin keinoin eli määriteltävä esimerkiksi rahaston raportoinnista ennakolta sopimuslausekkeiden avulla. (Lauriala 2005, s. 38.) Sijoittajat kuitenkin haluavat osallistua rahastoa koskeviin tärkeisiin (*key-decision*) päätöksiin ja niiden tekemiseen (INREV 2008).

Kalliin sopimisen teorian mukaan sijoittajat miettivät tarkasti erilaisten sopimusehtojen hyötyjen ja kulujen suhdetta. Sopimisen kalleuden vuoksi on todennäköistä, että managerin toimia rajoittavia tekijöitä ei käytetä, ellei tällaisia rajoituksia pystytä

helposti valvomaan. Sopimusten irtisanominen tai niiden muuttaminen on yleensä hyvin hankalaa ja kallista. Laurialan mukaan sijoittaminen pääomarahastoon tarkoittaakin aina sitoutumista hallinnointiyhtiöön pääomarahaston koko elinajaksi. Hänen mukaansa sijoittajien on varauduttava mahdolliseen opportunistiseen käyttäytymiseen ennakolta ohjausjärjestelyiden ja sopimuslausekkeiden avulla. (Lauriala 2005, s. 38.) Toisaalta Laurialan mukaan äänettömällä yhtiömiehillä on suomalaisessa järjestelmässä huomattavasti enemmän valtaa, kuin *limited partnership* -rakenteessa, joka on muualla yleinen (emts. 40).

Yksi raportointia ja managerin käyttäytymistä määrittävä aihealue on maineenhallinta. Pääomasijoittamisessa tehtävillä sopimuksilla halutaan maksimoida monia eri hyötyjä. Taloudellisen tuoton ja managerin maineenhallinnan yhdistelmä on ammattimaisen pääomasijoittajan näkökulmasta mahdollisten sopimusten joukossa *pareto-optimi*<sup>2</sup>. Manageri ei voi kasvattaa omaa tuottoaan pilaamatta mainettaan ja päinvastoin. (Hertzen 2000, s. 29.) Alan itsekontrollointi kirjanpitomääräyksissä (GAAP) määräämättömien asioiden suhteen vähentää tutkimuksen mukaan managerien opportunistista raportointia amerikkalaisissa REIT-rahastoissa (Baik ym. 2008). Hallinnointiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden korostaminen lisää sijoittajien suojaa ja kehittää samalla kiinteistömarkkinoiden raportointia laajemminkin. Tavoitteena on luoda yhteiset standardit alan viestinnälle (Kaleva 1996, s. 9). Suomalaisilla markkinoilla kaikki toimijat tuntevat toisensa ja hallinnointiyhtiöt ovat usein tekemisissä useiden ja laajojen asiakkuuksien kanssa. Tämän takia maineenhallinnasta ollaan tarkkoja ja sijoittajat halutaan pitää tyytyväisinä.

Pääomarahaston pitää aina noudattaa voimassaolevaa lainsäädäntöä ja alan muuta normistoa. Koska Suomen lainsäädännöllinen tilanne on vielä haastava, vaatii ala voimakasta itseregulointia. Lisäksi rahaston on aina noudatettava perustusvaiheessa sovittuja sääntöjä ja toimintatapoja, jotka määrittävät rahaston osakassopimuksessa. INREV korostaa ohjeissaan, että hallinnointiyhtiön ja sen työntekijöiden on toimittava rahaston ja sen sijoittajien kannalta parhaalla mahdollisella tavalla. Jos ongelmia ilmenee, on ne ratkaistava molempien osapuolien yhteistyössä. Vastuullisuus ja läpinäkyvyys ovat rahaston toiminnan ja sijoittajien luottamuksen kannalta ehdottomia edellytyksiä. Rahastosta annettavan tiedon on aina oltava täydellistä ja ajantasaista eikä missään tapauksessa millään tavoin harhaanjohtavaa. Myös hallinnointiyhtiön on voitava luottaa sijoittajiin niin, että kaikki heille toimitettu tieto todellakin on luottamuksellista, eikä leviä eteenpäin. (INREV 2008.)

---

<sup>2</sup> Yhteiskunnan hyvinvointiteoriaan liittyvä käsite italialaisen Vilfredo Pareton mukaan. Pareto-parannus on muutos, joka parantaa yhden henkilön asemaa huonontamatta samanaikaisesti kenenkään muun asemaa. Pareto-optimi on tilanne, jossa ei ole mahdollisuutta pareto-parannukseen.

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/Pareto-optimi/0>

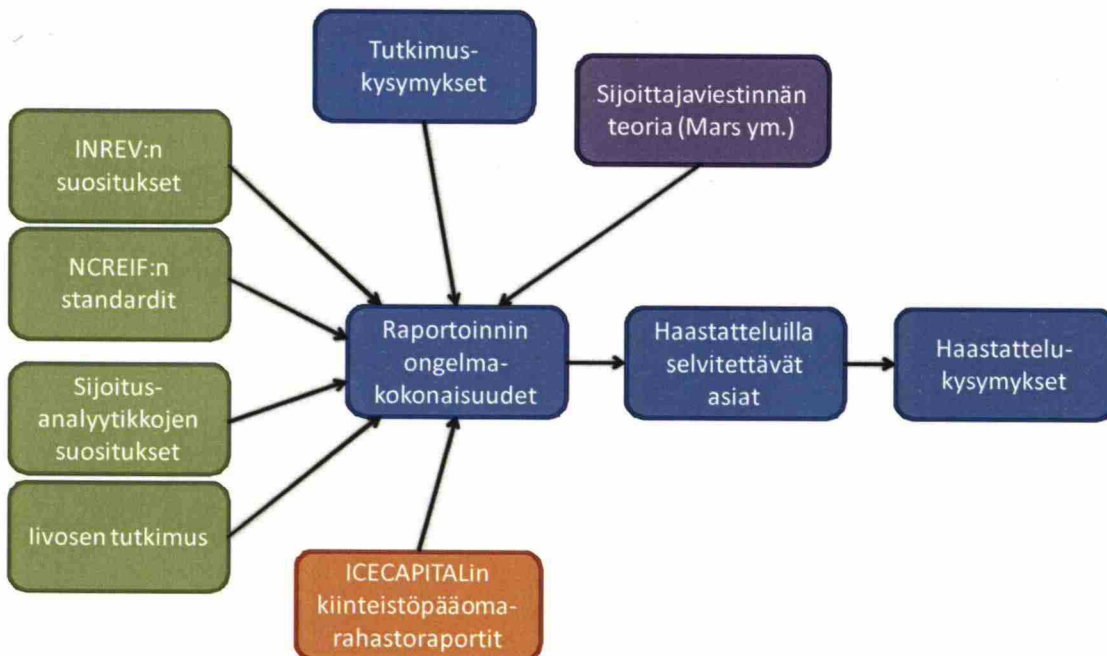


## III Empiria

### 5 Haastattelut

Tutkimuksessa tehtiin 12 asiantuntijahaastattelua, joiden tarkoituksena oli selvittää, mitä mieltä kiinteistö- ja sijoitusalan asiantuntijat ovat kiinteistöpääomarahastojen raportoinnista Suomessa ja raportointikäytäntöjen kehittämisestä yleisesti. Haastatteluiden tavoitteena oli saada vastauksia tutkimuskysymyksiin ja asiantuntijanäkemyksiä kiinteistöpääomarahastojen raportoinnista Suomessa. Haastateltaviksi valittiin sellaisia kiinteistö- ja sijoitusalan asiantuntijoita ja ammattilaisia, jotka olivat olleet tekemisissä pääomarahastojen raportoinnin ja kiinteistösijoittamisen kanssa. Haastateltavilta kysyttiin osa kysymyksistä nimenomaan suomalaisiin markkinoihin liittyen ja osassa kysymyksistä heiltä odotettiin mielipidettä yleisessä mielessä ottamatta huomioon mitään alueellisia olosuhteita. Haastattelujen jälkeen haastatelluille lähetettiin lomakekysely samoista aihealueista, jolla haluttiin vahvistaa tutkimuksen tuloksia.

Kysymykset muodostettiin luvussa neljä mainittujen teorialähteiden ja johdannossa määriteltyjen tutkimuskysymysten pohjalta. Erilaisia raportointiin liittyviä lähteitä olivat ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy:n kiinteistöpääomarahastoraportit, Suomen sijoitusanalyttikot ry:n suositukset (2005) pörssiyhtiön säännöllisestä taloudellisesta tiedottamisesta, Livosen (1999) havainnot kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajaviestinnän tärkeimmistä osa-alueista tilinpäätöstietojen lisäksi sekä INREV:n ja NCREIF:n vuonna 2008 antamat suositukset kiinteistöpääomarahastojen vuosiraportin sisällöstä.



Kuva 5 Haastattelukysymysten muodostaminen.

Mainittujen lähteiden ja raportointiin liittyvien tutkimuskysymysten pohjalta mietin keskeisiä ongelmia raportoinnin kannalta ja hain niitä asioita, joihin

asiantuntijahaastatteluista haluttiin saada vastauksia. Seuraavaksi pohdin, mitä kysymyksillä haluttiin selvittää ja näiden pohjalta tein itse kysymykset. Tämä prosessi on kuvattu kuvassa 5.

**Taulukko 4 Kaikki haastattelukysymykset.**

1. Millainen kiinteistösijoitusorganisaationne on?
2. Mitä rahastoraportoinnin tietoja käytätte hyväksenne päätöksenteossa ja rahaston seuraamisessa? Mitkä eri tahot organisaatiossanne hyödyntävät tietoja?
3. Mitkä tekijät vaikuttavat tarvittavan tiedon määrään?
4. Ovatko kaikki hallinnointiyhtiöiden käyttämät käsitteet mielestänne tarpeeksi selkeitä? Ovatko raportit mielestänne vertailukelpoisia muiden vastaavien tuotteiden kanssa?
5. Tarvitaanko raportoinnin lisäksi muita kontrollivälineitä?
6. Millaista sijoittajaviestintää olette saaneet kiinteistösijoittamisessa rahastoraporttien lisäksi? Millaista toivoisitte saavanne? Millaisia hyviä raportointikäytäntöjä on tiedossanne?
7. Miten rahaston kustannukset pitäisi mielestänne esitellä raportissa?
8. Oletteko tietoisia rahaston kohteiden arviointiperiaatteista?
9. Miten raportoinnin pitäisi erota rahaston eri elinkaaren vaiheissa?
10. Pitäisikö Suomessa olla pääomarahastojen raportointia määrittelevä normisto?

Prosessista muodostuneet kysymykset on esitelty taulukossa 4. Haastattelukysymyksistä muodostettiin prosessissa (kuva 5) kysymystaulukoita, jotka esitellään jokaisen aihealueen kohdalla tässä luvussa. Taulukon kysymyssarakkeessa ovat ensin pääkysymykset. Ennen haastattelutilanteita oli epäily, että haastateltavat eivät osaisi vastata kaikkiin yleisluontoisiin kysymyksiin, minkä takia pääkysymysten lisäksi tehtiin tarkentavia kysymyksiä. Tarkentavat kysymykset on eroteltu luetelmaviivoin. Kuten Tuomi & Sarajärvi sanovat kirjassaan *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*, on puolistrukturoitujen haastatteluiden etu juuri niiden joustavuus. Haastattelijalla on mahdollisuus toistaa kysymyksiä, oikaista haastateltavien väärinkäsityksiä, selventää käsitteitä ja käydä keskustelua haastateltavan kanssa. (Tuomi & Sarajärvi 2009 s. 45.) Joustavaa on myös se, että kysymykset voidaan esittää halutussa järjestyksessä. Ei



haittaa, että haastateltavalle esitetyt kysymykset eivät tule haastattelutilanteessa esiin sanatarkassa muodossa tai tietyssä järjestyksessä, vaan esitystapa ja -ajankohta riippuvat täysin yksittäisestä haastattelutilanteesta. (Hirsjärvi & Hurme 2000, s. 48.) Tämän tutkimuksen haastattelutilanteissa kysymykset eivät aina tulleet samassa järjestyksessä, koska monet kysymyksistä olivat osittain päällekkäisiä. Haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin kokonaan, jotta vastaukset voitiin tarkistaa. Mahdollisuus tarkistaa haastattelut oli tärkeää, koska kyseessä on uusi tutkimusala. Alan uutuuden ja varsinkin sen terminologian epäselvyyden takia tehtiin tutkimuksessa myös lomakekysely samalle vastaajajoukolle. Lomakekyselyn kysymykset muodostettiin haastattelukysymysten ja niiden vastausten perusteella. Täydellinen lomakekysely on liitteessä 3. Lomakekysely toteutettiin sähköisesti Digiumin ohjelmistolla. Aikataulullisista syistä kyselyyn saatiin 11 vastausta 12:sta. Lomakekyselyn tulokset esitellään haastattelujen tulosten yhteydessä.

**Taulukko 5 Haastateltavien taustaa koskevat haastattelukysymykset.**

Ongelma: Sijoittajan organisaation ja osaamisen merkitys käsityksiin raportoinnista	
Mitä halutaan selvittää	Kysymys/kysymykset
Sijoittajan kokemus, organisaation koko ja kokemus	<p>Millainen kiinteistösijoitusorganisaationne on?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Montako henkeä?</li> <li>– Millainen kokemus?</li> </ul> <p>Millaisia sijoituskohteita?</p>

Haastattelutilanteen aluksi kaikilta haastateltavilta kysyttiin heidän organisaationsa rakenteesta ja sijoituskohteista sekä heidän omasta kokemuksestaan kiinteistösijoittamisessa. Kysymykset ovat taulukossa 5. Haastateltavien organisaatioiden koko ja sijoitusvolyymi vaihtelivat erittäin paljon. Tämä näkyi myös haastateltavien kokemuksessa ja näkökulmassa kiinteistösijoittamiseen ja varsinkin kiinteistö pääomarahastoihin.

Haastateltavat asiantuntijat jaettiin heidän kokemuksensa ja taustayhteisönsä sijoitusvolyymien perusteella karkeasti kolmeen luokkaan: *suuret*, *keskisuuret* ja *pienet*. Ryhmä *suuret*, johon kuului eniten haastateltavista, edusti suuria institutionaalisia sijoittajia, kuten työeläkevakuutusyhtiöitä, joilla on laaja kokemus kiinteistö pääomarahastoista, kiinteistösijoittamisesta ja epäsuorasta sijoittamisesta Suomessa ja varsinkin kansainvälisesti. Tässä luokassa olevilla haastateltavilla oli selvästi erilainen näkemys pääomarahastoihin kuin muilla. Heidän sijoitusorganisaationsa hallinnoimat kokonaissijoitukset olivat selvästi suurempia kuin muiden haastateltavien, joten kiinteistö pääomarahastot olivat heille usein vain pieni osa muuta sijoituskokonaisuutta. Tämä näkyi siinä, että tämä ryhmä oli eniten kiinnostunut rahastosta yhtenä kokonaisuutena. Haastattelussa käytiin selvästi muita enemmän läpi rahastojen rahoitusrakenteeseen ja riskeihin liittyviä asioita.

Isojen työeläkevakuutusyhtiöiden lisäksi haastateltavissa oli joukko muita institutionaalisia sijoittajia, joilla oli kokemusta pääomarahastosijoittamisesta kotimaassa, muttei juuri ulkomailla. Tämä luokka on *keskisuuret*. Siihen kuului monia eläkerahastoja, joiden kokonaissijoitukset olivat luokkaa 1–10 miljardia euroa. Heidän näkemyksissään kokemus kotimaisesta sijoittamisesta näkyi sijoitusneuvoston päättäväisyyden korostamisessa ja luottamuksessa kotimaisiin toimijoihin.

Kolmas ryhmä eli *pienet* sisälsi pienemmät säätiöt tai muut yhteisöt, joilla oli kokemusta lähinnä suorasta kiinteistösijoittamisesta Suomessa. Heidän sijoitusomaisuutensa oli hyvin paljon pienempi kuin muiden ryhmien. Koska kiinteistö-pääomarahastot olivat tälle ryhmälle uusia tai uudehkoja sijoitusinstrumentteja, ei heillä ollut kaikkiin kysymyksiin jäsenneiltyjä mielipiteitä.

Osa haastateltavista ei mahdu mihinkään näistä kategorioista. Heihin viitataan haastattelutuloksissa tarpeen mukaan erikseen.

**Taulukko 6 Haastateltavien jaottelu kolmeen luokkaan sijoituskokemuksen perusteella**

<i>Pienet</i>	<i>Keskisuuret</i>	<i>Suuret</i>
sijoitusten yhteisarvo << 1 mrd euroa pieniä sijoittajia kokemus lähinnä suorasta kiinteistösijoittamisesta vähän rahoitusosaamista kiinnostuneita salkun sisällön yksityiskohdista yksittäiset kohteet tärkeitä	sijoitusten yhteisarvo > 1 mrd euroa, mutta < 10 mrd euroa tyypillisesti suomalaisia eläkerahastoja kokemusta kotimaisista kiinteistö-pääomarahastoista jonkin verran rahoitusosaamista kiinnostuneita sijoituskokonaisuudesta	sijoitusten yhteisarvo yli 10 mrd euroa työeläkevakuutusyhtiöitä ja eläkerahastoja kansainvälistä kokemusta hyvin paljon rahoitusosaamista kiinnostuneita sijoituskokonaisuudesta rahoitusrakenne tärkeä



## 5.1 Raportin sisältö ja tiedon eri käyttäjät

Taulukko 7 Raportoinnin funktiota koskevat haastattelukysymykset.

Ongelmat: Raportoinnin funktio, relevantin tiedon seulominen, läpinäkyvyys, tietosisällölle paljon erilaisia vaatimuksia	
Mitä halutaan selvittää	Kysymys/kysymykset
<ul style="list-style-type: none"><li>– millä tiedolla on merkitystä sijoittajalle ja mitä sijoittajien mielestä raportin pitäisi sisältää</li><li>– ovatko jotkut tunnusluvut tärkeämpi kuin toiset</li><li>– sijoittajan organisaation eri osien mahdolliset erilaiset tarpeet tiedolle</li></ul>	<p>Mitä rahastoraportoinnin tietoja käytätte hyväksenne päätöksenteossa ja rahaston seuraamisessa?</p> <ul style="list-style-type: none"><li>– tunnusluvut</li><li>– salkun sisällön kuvaus</li><li>– käyttöasteet</li><li>– analyysia markkinoista tai salkusta</li></ul> <p>Mitkä eri tahot organisaatiossanne hyödyntävät tietoja?</p>

Kiinteistöpääomarahastoalan aikaisemmin mainittujen haasteiden (suhteellinen uutuus, standardoimattomuus, jne.) vuoksi sijoittajilta haluttiin selvittää, mitä rahastoraporttien tietoja heidän organisaationsa todella tarvitsevat. Monet kansainväliset lähteet (INREV 2008; INREV 2009) korostavat raportoinnin läpinäkyvyyden ja olennaisen tiedon tärkeyttä. Haastattelutilanteessa sijoittajilta kysyttiin: ”Mitä rahastoraportoinnin tietoja käytätte hyväksenne päätöksenteossa ja rahaston seuraamisessa?”. Tällaisella kysymyksenasettelulla haluttiin saada haastateltavat miettimään, mihin raporteista saatavaa tietoa käytetään ja mikä tieto on lopulta olennaista, jotta vastauksista ei tulisi vain pitkiä listauksia, joissa on mukana kaikki mahdolliset tunnusluvut. Tämän lisäksi haluttiin selvittää, mitkä eri tahot sijoittajien organisaatioissa käyttävät raporttien tietoa hyväkseen. Haastattelijoilta kysyttiin ensin peruskysymykset ja keskustelua vietiin eteenpäin tarkentavilla kysymyksillä, joissa mahdollisia tunnuslukuja käytiin yksityiskohtaisemmin läpi. Tarkentavia kysymyksiä (ks. kysymystaulukko 7) käytettiin kuitenkin melkein kaikkien haastateltavien kanssa. Lomakekyselyssä kysyttiin lisää kysymyksiä siitä, mitkä tunnusluvut ovat tärkeitä hallinnon ja mitkä operatiivisen sijoitustoiminnan kannalta.

### 5.1.1 Tunnusluvut

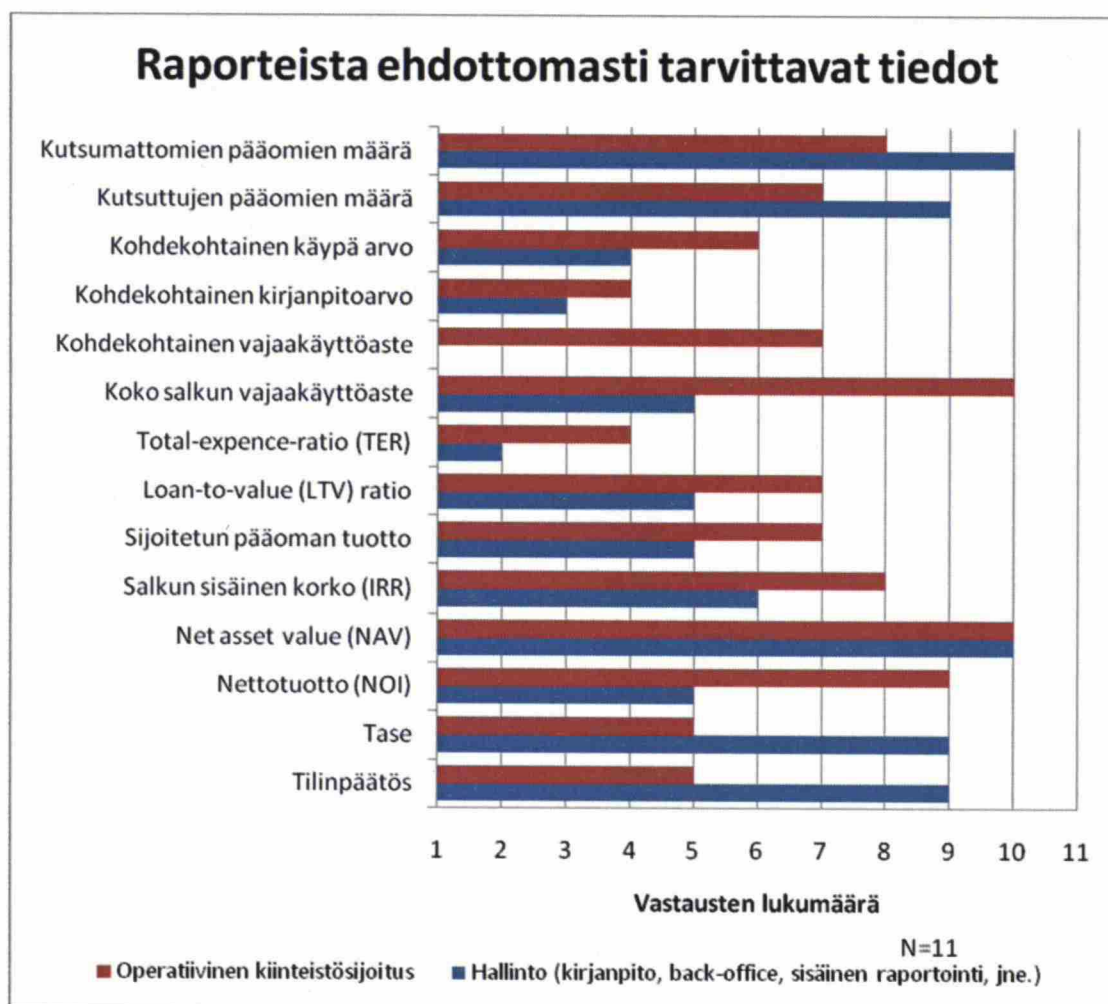
Asiantuntijahaastattelujen perusteella raportoinnin primääri funktio nähtiin keinona seurata sijoituksen kehitystä ja sen tuottoa. Raportoinnin kautta saatavaa tietoa pidettiin kahta eri tarkoitusta palvelevana. Toisaalta hallinnolla ja kirjanpidolla on omat osin lainsäädäntöön perustuvat, vaatimuksensa sijoituksen seurantaan, toisaalta halutaan seurata salkun sisällön kehittymistä ja managerin onnistumista sijoituksessa. Juuri siksi kirjanpitoa ja kiinteistösiijoituksen seurantaa hoitavat usein täysin eri tahot, varsinkin isommissa sijoitusorganisaatioissa. *Suurilla* sijoittajilla oli erikseen *back-office* tai

vastaava, joka tekee organisaation sisäiset raportit eri sijoituksista. Osa *suurista* ja *keskisuurista* sijoittajista oli ulkoistanut sisäisten raporttien tekemisen kolmannelle osapuolelle, *pienet* sijoittajat ja osa muista laati sijoitusraportin esim. hallitusta tai muuta sisäistä orgaania varten itse. Operatiivisen sijoitusorganisaation tehtävä on tarkkailla mahdollisia poikkeamia raporteissa ja selittää niitä organisaation muille osille: ”*controller-puoli vie ne meidän järjestelmiin.. me kuitataan ne tiedot ja selitetään jos niissä jotain on..*”. Monessa organisaatiossa oli selkeästi määritelty, mitä kirjanpito tai muut sisäiset määräykset rahastosijoituksilta vaativat. Näihin kuuluivat lähinnä sijoituksen arvo (NAV), tuotto ja tilinpäätös. Sijoittajat pitivät näiden saamista oletusarvoisena, koska ne heidän mukaansa saadaan kaikilta heidän muiltakin sijoituksilta. Muutaman sijoittajan mielestä tunnusluvuissa suuri määrällinen raportointi on paras tapa, mutta moni oli sitä mieltä, että kirjanpidollista raportointia on osalla hallinnointiyhtiöistä jo liikaakin.

Sijoituksen tunnuslukujen avulla sijoitusta voidaan vertailla toisiin vastaaviin sijoituksiin. Tässä tunnuslukuina käsitetään kaikkia rahastoraporteista saatavia vertailukelpoisia lukuja. Yleisesti ottaen tunnuslukujen ilmoittamista pidettiin tyydyttävänä, osa haastateltavista mainitsi tämänkin kysymyksen kohdalla luottamuksen hallinnointiyhtiötä kohtaan suureksi: ”*se manageri kyllä laittaa ne tarpeelliset luvut*”. Haastatteluiden perusteella sijoittajat eivät kuitenkaan olleet täysin tyytyväisiä suomalaisten rahastojen tapoihin ilmoittaa rahastojen tuottoa. Asiassa kaivattiin enemmän selkeyttä ja samankaltaisuutta, jotta rahastot olisivat enemmän vertailukelpoisia. Hyvinä esimerkkeinä kuvaamaan rahaston tuottoa mainittiin nettotuotto (NOI) ja sijoitetun pääoman tuotto. Näitä haastateltavat katsoivat sekoitettavan liikaa liikevoittoon ja rahaston kokonaistuottoon. Sisäinen korkokanta (IRR), jolla monet kiinteistöpääomarahastot ilmaisevat tuottoaan, ei saanut varauksetonta kannatusta asiantuntijoiden keskuudessa. Varsinkaan *aktiivisella sijoituskaudella (commitment-period)*, jolloin IRR ja NAV vaihtelevat paljon, ei näillä nähty olevan suurta merkitystä. Kirjanpidolla oli tämänkin suhteen vaatimuksensa, sillä haastateltavat myönsivät omien järjestelmiensä vaativan IRR:n laskemisen. Toisaalta rahaston *vakiintumiskaudella* tuoton kuvaajaksi ehdotettiin IRR:n ja sijoitetun pääoman tuottokerrointa. Tuoton lisäksi suurin osa sijoittajista oli kiinnostunut sijoituksen arvosta ja sen kehityksestä. NAV-laskelmaa pidettiin melkein yksimielisesti parhaana keinona tämän mittaukseen, vaikka siinäkin nähtiin omat ongelmansa. Muutama sijoittaja piti NAV-laskentaa ja sen kirjauksia sekavina ja osa ihmetteli, miten NAV-arvoa ei aina edes löydy rahastoraporteista. Sijoituksen käypä arvo oli tärkeä myös sijoittajien organisaatioiden näkökulmasta ja kiinnosti kirjanpidon lisäksi myös monien organisaatioiden luottamushenkilöitä ja tilintarkastajia. NAV oli tärkeä siitäkin syystä, että haastateltavien mielestä sijoituksella on heidän organisaatiossaan oltava arvo, jotta sijoituksen olemassaoloa voidaan perustella organisaation sisällä.

Haastatteluissa tuli esiin monenlaisia, mutta odotettuja tunnuslukuja. Näistä muodostettiin lomakekyselyn vaihtoehdot, joita olivat tilinpäätös, tase, nettotuotto (NOI), net asset value (NAV), salkun sisäinen korko (IRR), sijoitetun pääoman tuotto, loan-to-value (LTV) ratio, total-expencc-ratio (TER), koko salkun vajaakäyttöaste,





Kuva 6 Raporteista ehdottomasti vaadittavat tiedot vertailu: hallinto ja kiinteistösijoittajat.

kohdekohtainen vajaakäyttöaste, kohdekohtainen kirjanpitoarvo, kohdekohtainen käypä arvo, kutsuttujen pääomien määrä ja kutsumattomien pääomien määrä. Nämä vaihtoehdot näkyvät kuvassa 6. Lomakekyselyn tekstikentissä tulivat mahdollisesti tarvittavina tunnuslukuina mainituiksi myös palautetut pääomat, maksettujen osinkojen määrä, kovenanttiehdot, korkosuojausaste sekä vuokrasopimusten ja lainojen duraatio. Haastattelujen perusteella hallinnon vaatimia tietoja olivat NAV-arvo, tilinpäätös, tase, pääomakutsujen tilanne. Lomakekyselyssä sijoituksen NAV-arvoa ja kutsumattomien pääomien määrää kaikki vastaajat pitivät ehdottomasti tarvittavina. Myös tilinpäätös, tase ja kutsuttujen pääomien määrä nähtiin hallinnon kannalta tärkeinä. Vastauksissa oli huomattavan paljon hajontaa. Lomakekyselyssä kysyttiin ehdottomasti tarvittavia tietoja ja ehdottomien tietojen lisäksi tarvittavia tietoja jatkokysymyksenä. Tässä nousivat esiin sijoituksen IRR- ja LTV-arvojen raportointi, varsinkin *suurten* sijoittajien vastauksissa. Näitä siis pidettiin tärkeinä hallinnon kannalta, mutta ei ehdottoman tärkeinä.

Kuvassa 6 on vertailtu lomakekyselyn vastauksia siihen, mitä tietoja ehdottomasti tarvitaan sijoituksen seuraamiseen hallinnon kannalta ja mitä kiinteistösijoitusnäkökulmasta. Kiinteistösijoitusten operatiivista seuraamista kysyttiin samalla tavoin kuin hallinnon tiedon tarpeita. Ensin kysyttiin ehdottomasti tarvittavat tiedot ja seuraavassa kysymyksessä mahdolliset lisätiedot. Tuloksista näkyy, että valittavien

tunnuslukujen määrää ei tässä osiossa ollut rajoitettu. Moni on valinnut samat tunnusluvut sekä hallinnon tarpeisiin että kiinteistösijoituksen kehityksen seuraamiseen. Osa vastaajista valitsi kaikki tarjolla olevat vaihtoehdot. Niille kaikille voi toki olla sijoittajan kannalta tarvetta, mutta kaikista vastauksista ei voida nähdä haettua priorisointia.

Kiinteistösijoittamisesta operatiivisessa vastuussa olevat tahot tarvitsivat hieman erilaisia tunnuslukuja voidakseen seurata sijoituksen arvon ja tuoton kehittymistä, kuin mitä he ajattelivat hallinnon tarvitsevan. Haastateltavat näkivät itsensä kiinteistösijoittamisen ammattilaisina, joiden tehtävänä on asiantuntemustaan käyttäen seurata sijoitussalkun sisältöä riittävällä tarkkuudella. He kokivat saavansa raporteista eniten hyötyä juuri sijoituksen arvon ja tuoton seurannan kannalta. Taustasta ja sijoitusorganisaation koosta riippuen painotukset olivat vastauksissa hieman erilaiset. *Suuret* ja *keskisuuret* sijoittajat keskittyivät isompiin kokonaisuuksiin, kuten rahoitusrakenteeseen ja pääomakutsuihin, kun taas *pienet* sijoittajat olivat erittäin kiinnostuneita salkusta ja varsinkin kohdekohtaisista tiedoista. Koko salkun vajaakäyttö ja kohdekohtainen vajaakäyttö nähtiin kuitenkin ehdottoman tärkeinä tietoina kaikkien sijoittajien keskuudessa. Vajaakäytön tärkeys näkyy selkeästi kuvassa 6.

Salkun sisällöllä tarkoitetaan tässä sen sisällöstä eli kiinteistöistä kertovia tietoja. Näistä tärkeimpänä pidettiin kohteiden käyttöastetta, joka nousi esiin jokaisessa haastattelussa. Sitä pidettiin tärkeänä varsinkin, jos rahasto sijoittaa suuriin kohteisiin, koska asuntokohteissa vajaakäytön korjaustoimenpiteitä pidettiin yleisesti helpommin toteutettavina. *"Vacancy-rate jos on heikko, niin sijoitus ei voi olla hirveen hyvä"*, sanoi eräs haastateltava suoraan, *"...jos sitä saadaan pienennettyä, saadaan odotuksia paremmasta tulevaisuudesta.."* Managerilta odotettiin vajaakäytön ja myös muiden kohdetietojen osalta omaa analyysia siitä, mihin toimenpiteisiin vajaakäyttöasteen korjaamiseksi ryhdytään ja *"mihin hintaan"*. Moni sijoittaja kuitenkin korosti, että yksistään käyttöasteen kertominen ei välttämättä kerro mitään salkusta tai rahaston tuotosta. Tähän vaikutti varmasti kuluneen vuoden tilanne kiinteistömarkkinoilla, mikä on lisännyt sijoittajien epävarmuutta.

Salkun sisällön raportoinnissa haastateltavat toivoivat raportin sisältöön lisää graafisuutta ja selkeää jäsentelyä. Jako pitäisi olla tilatyypin ja sijainnin mukaan varsinkin jos kyseessä on moniin eri maihin sijoittava rahasto. Sijoittajat, joilla oli kokemusta Suomen ulkopuolelta ja laajemmista rahastoista mainitsivat tämän useammin kuin muut. Rahaston sijoitustyyli ja sen strategia vaikuttivat tiedon tarpeeseen kohdekohtaisesti; ero nähtiin siinä, oliko rahastolla sata vai kaksi kohdetta. Muutama sijoittaja olisi halunnut kiinteistökohtaistakin tietoa sijoituksista, mutta useimmille riitti niistä yhteenveto. Sijoitussalkun sisällön seuraaminen nähtiin useassa haastattelussa tärkeänä ja jopa ainoana keinona seurata sijoituksen riskejä, sen tuottoa ja arvonkehitystä. Salkun liiketoimintasuunnitelman ja salkun strategian toteutuminen oli haastateltaville hyvin tärkeää. Haastateltavilla oli selkeä tahto saada seurata, miten manageri hoitaa rahastoa ja onko sen kehitys menossa oikeaan, sovittuun suuntaan. Managerin toiminnan seuraamisen ja ohjaamisen tarpeellisuutta arvioitiin eri tavoin, riippuen sijoittajan taustasta ja kokemuksesta. Salkun sisällön analyysin odotettiin



kertovan sen kohteiden riskeistä ja varsinkin siitä, miten nämä riskit voivat vaikuttaa tuotto-odotukseen ja rahaston tulevaan toimintaan. Liiketoimintasuunnitelman seuraamisen mahdollisuutta pidettiin tärkeänä useassa puheenvuorossa. Moni sijoittaja ei nähnyt yksittäisillä kohteilla tai tilanteilla niin suurta merkitystä, vaan halusi ennen kaikkea seurata managerin kokonaisvaltaista toimintaa.

Haastatteluissa managerin tekemää yleistä markkina-analyysia ei pidetty kovinkaan tärkeänä, koska kaikki sijoittajat kokivat saavansa tietoa valmiiksi hyvin monesta eri lähteestä. Markkina-analyysien liittämistä raportin liitteisiin ei toisaalta pidetty huononakaan asiana. Mars ym. (2000, s. 152) mukaan yrityksen johdon esittämä arvio tulevaisuuden näkymistä on sijoittajan kannalta olennaisen tärkeää. Arvioissa tilannetta olisikin analysoitava liiketoimintaympäristöön ja yrityksen omiin strategisiin valintoihin liittyen. Tämä tuli haastatteluissa ilmi monta kertaa. Kaikki sijoittajat olisivat halunneet enemmän managerin omaa analyysia salkun tilanteesta markkinoilla: *"Pitää päästä pintaa syvemmälle"*. Kaikista tärkeimpänä pidettiin managerin kykyä viestiä rahaston tapahtumista niin hyvin, että *"pystytään arvioimaan, että onko hän kärryillä vai ei.."*. Rahastoa hallinnoivan tahon pitää pystyä vakuuttamaan sijoittajat raporteillaan varsinkin niissä tilanteissa, jolloin salkun sisällössä on tapahtunut huomattavia muutoksia joko positiiviseen tai negatiiviseen suuntaan. Muutosviestinnän tärkein seikka on, että on kerrottava, mistä muutos johtuu. Muutama haastateltavista sanoi suoraan, että ikävät yllätykset nakertavat heidän luottamustaan hallinnointiyhtiötä ja manageria kohtaan. Muutosviestintään kaivattiin raportin lisäksi myös muita viestintäkeinoja: *"kirjallinen raportti ei pysty yksin välittämään"*. Tässä kohtaa tulivat esiin kirjallisen raportoinnin heikkoudet. Moni sijoittaja piti muita sijoittajaviestinnän keinoja, kuten soittamista ja tapaamisia, parempana keinona saada tietää rahaston ajankohtaisista asioista markkinoihin liittyen.

### 5.1.2 Tietojen vertailukelpoisuus

Haastatteluissa käytiin läpi, miten eri toimijoiden erilaiset raportointikäytännöt vaikuttavat sijoitusten vertailukelpoisuuteen. Asiantuntijoilta kysyttiin heidän mielipidettään arviointeihin, rahaston kustannuksiin ja käsitteisiin sekä siihen, miten nämä vaikuttavat vertailtavuuteen. Koska kysymykset (taulukko 8) menivät haastattelutilanteissa päällekkäin, niiden vastaukset on koostettu yhdeksi kokonaisuudeksi.



Taulukko 8 Käsitteistöä ja vertailukelpoisuutta koskevat haastattelukysymykset.

Ongelmat: Terminologiaerot, eri toimijoilla erilaiset raportit, talouden raportoinnin käytäntöjä Suomessa paljon, raportointi kontrollointivälineenä, arviointiperusteet, rahaston kustannukset	
Mitä halutaan selvittää	Kysymykset
<ul style="list-style-type: none"> <li>– onko toimijoilla yhteiset ja ymmärrettävät käsitteet</li> <li>– raporttien vertailukelpoisuus sijoituskohteita vertailtaessa</li> <li>– kontrollointi- ja seurantamahdollisuudet</li> <li>– talousraportoinnin vertailukelpoisuus</li> <li>– rahaston kustannusten esilletulo, TER:n merkittävyys sijoittajille</li> <li>– kiinteistöarvioinnin vertailukelpoisuus</li> </ul>	<p>Ovatko kaikki hallinnointiyhtiöiden käyttämät käsitteet mielestänne tarpeeksi selkeitä?</p> <p>Ovatko raportit mielestänne vertailukelpoisia?</p> <p>Pitäisikö raporteissa olla laskentakaavat mukana?</p> <p>Oletteko tietoisia rahaston kohteiden arviointiperiaatteista?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Miten usein rahaston arvo pitäisi päivittää?</li> </ul> <p>Miten rahaston kustannukset pitäisi mielestänne esitellä raportissa?</p>

Terminologian ja erilaisten laskentatapojen tuomat epäselvyydet saivat haastateltujen mielipiteet jakautumaan. *Suuret* sijoittajat sanoivat tottuneensa englanninkielisiin käsitteisiin, eivätkä siksi ainakaan myöntäneet suuria epäselvyyksiä. *Keskisuuret* ja *pienet* sijoittajat totesivat epäselvyyksiä ilmenevän, kun esim. termejä käännetään kieleltä toiselle. Kaikki haastateltavat olivat sitä mieltä, että managerin tehtävä on varmistua siitä, että kaikki osapuolet ovat tietoisia, mitä asiaa milläkin termillä tarkoitetaan. Eri laskentatavoista ja arviointiin liittyvistä asioista oli myös paljon keskustelua. Haapion diplomityön (2009) mukaan suomalaiset sijoittajat ovat sitä mieltä, että kiinteistö pääomarahastot laskevat tunnuslukuja hyvin erilaisilla tavoilla, minkä sijoittajat kokivat häiritseväksi. Myös salkun keskeneräisten kohteiden arvon ilmoittamisessa oli epäselvyyksiä. (Haapio 2009, s. 49.) NAV-laskelman laskukaavan liittäminen raporttiin tai sen liitetietoihin sai selvästi kannatusta. Varsinkin *suuret* sijoittajat halusivat varata itselleen mahdollisuuden tarkistaa managerin heille toimittama NAV-laskelma. Lomakekyselyn tuloksista kuvassa 7 näkyy, että selvä enemmistö kokee NAV-laskelman laskukaavan liittäminen raporttiin tärkeäksi.



**Pitäisikö NAV-laskelman laskukaava olla raportin liitteenä?**

	Vastaus	Lukumäärä	Prosentti	20%	40%	60%	80%	100%
1.	Kyllä	9	81,82%					
2.	Ei	2	18,18%					
	<b>Yhteensä</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>					

Kuva 7 NAV-laskukaavan tarpeellisuus.

Arviointiin liittyvät asiat kulkivat haastattelutilanteissa käsi kädessä käsitteiden selvyyden kanssa, kuten laskentakaavoihin ja vertailukelpoisuuteen liittyvät asiatkin. Haastateltavista suurin osa oli hyvin luottavaisia Suomessa käytettyihin arvioperiaatteisiin ja korosti sitä, että tunnettujen hallinnointiyhtiöiden kanssa toimiessa voi yleensä luottaa siihen, että ne teettävät kohdearviot ulkopuolisilla ja sertifioituilla arvioijilla. Arvioinnin läpinäkyvyyttä pidettiin yhtenä raportoinnin ja koko rahaston luotettavuuden kulmakivenä, itsestäänselvytenä. Arviointiin liittyvät asiat käydään läpi hallinnointiyhtiön kanssa *varainhankintavaiheen (capital-raising-period)* aikana. Tätä pidettiin tärkeänä tekijänä sijoituspäätöksessä. Haastateltaville oli tärkeää tietää, kuinka usein arviointi tehdään, kuka sen tekee ja minkä standardien mukaan sekä kuinka usein arvioinnin tekijää vaihdetaan. Moni *suurista* sijoittajista sanoi sijoitusyhteisönsä vaikuttavan siihen, mitä rahaston osakassopimuksiin arvioinnista kirjataan.

Haastatteluiden perusteella raporteissa on ehdottomasti oltava maininta arvion tekemisestä ja niistä periaatteista, joiden mukaan se on tehty. Jos ulkopuolista arviota managerin toimesta on muutettu tai käytetty vain tietyin osin, on tästä oltava maininta raportissa. Vuosi nähtiin melko pitkänä välinä arviokirjan tekemiselle, kun markkinatilanne muuttuu nyt niin nopeasti. Ehdoton vaatimus kuitenkin oli, että arvio on tehtävä vähintään kerran vuodessa ja arvioijan pitää olla ehdottomasti ulkopuolinen ja tätä riippumattomuutta on korostettava. Osa sijoittajista olisi halunnut arvioinnin useamminkin kvartaaliraportoinnin vaatimusten takia. INREV:n kysyessä jäsentensä mielipiteitä alan tulevaisuudesta, nousivat arviointikäytännöt yhdeksi huolenaiheeksi liittyen NAV-arvojen alenemiseen ja arvioiden sekä toteutuneiden kauppahintojen eroon. (INREV 2009) Toisaalta arvioiden relevanttius sijoituksen kannalta kyseenalaistettiin, koska todellinen arvo ratkeaa vasta rahaston elinkaaren lopulla. Yksi haastateltavista piti ulkopuolisia arvioita jopa turhina. Yksi kevyt vaihtoehto olisi, että hallinnointiyhtiö tekisi itse oman arvionsa kohteista. Sijoittajien mielestä olisi myös hyvä, että manageri ottaisi kantaa ”markkinan muuttumiseen salkun suhteen”, vaikka virallista arviointia ei olisi tehtykään.

Rahaston ja manageroinnin kustannusten esittelyä suomalaisissa rahastoissa pidettiin riittävänä. Suomalaiset rahastorakenteet eivät ainakaan vielä ole kovin monimutkaisia, joten rahastojen kulut ovat selkeästi nähtävillä omilla riveillään useimpien rahastojen raporteissa. *Total Expense Ratio* -lukua (TER) muutama haastatelluista piti hyvänä ja varsinkin kansainvälisissä rahastoissa sitä edellytettiin ilmoitettavaksi. Tosin tässäkin nähtiin ”yhteen lukuun puristamisen” -ongelma, jolloin voi seurata vain yhtä tai kahta lukua, ”tullen sokeaksi” rahaston muulle toiminnalle.

Kustannusten raportointia pidettiin myös rahastokohtaisena siten, että jos rahastolla olisi paljon palkkioiden ulkopuolisia tai muita ylimääräisiä kustannuksia, niin sitten kustannusrakennetta pitäisi raportoida tarkemminkin, jottei sijoittajille tulisi väärinymmärryksiä. Kohdekohtaisia kuluja suurin osa sijoittajista ei pitänyt oleellisina, vaan luotti tässä kohtaa managerin toimintaan. Toisaalta monet sijoittajat pitivät hallinnointiyhtiöiden avoimuutta hyvänä ja siksi TER-luvun ilmoittamiseen myös suhtauduttiin positiivisesti. Yleisesti ottaen kulurakenteen koostumuksen raportoinnissa korostettiin luottamusta ja varsinkin sen menettämisen mahdollisuutta.

## 5.2 Kontrollointi

Haastatteluissa oli monta kysymystä, jotka toisaalta liittyivät raportin sisältöön ja toisaalta sijoituksen kontrollointiin. Nämä kokonaisuudet sekoittuivat haastattelutilanteissa usein. Tähän on nostettu eniten sijoituksen kontrollointiin liittyviä seikkoja.

**Taulukko 9** Kontrollointia koskevat haastattelukysymykset.

Ongelmat: Sijoituksen kontrollointi, raportointi kontrollointivälineenä ja muut kontrollointivälineet	
Mitä halutaan selvittää	Kysymykset
<ul style="list-style-type: none"> <li>– raporttien vertailukelpoisuus sijoituskohteita vertailtaessa</li> <li>– kontrollointi- ja seurantamahdollisuudet</li> <li>– talousraportoinnin vertailukelpoisuus</li> </ul>	<p>Ovatko raportit mielestänne vertailukelpoisia?</p> <p>Tarvitaanko raportoinnin lisäksi muita kontrollivälineitä?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Kovenantit</li> <li>– Osakassopimukset</li> </ul>

Useampi haastateltava oli sitä mieltä, että hyvässä rahastossa nämä kontrollointia tehostavat tekijät on yleensä laitettu osakassopimukseen jo valmiiksi. Jos niitä ei siellä ole, niin varsinkin eläkevakuutusyhtiöiden edustajat sanoivat vaativansa ne sinne. Yleisesti ottaen kontrollointi ja kontrolloinnin mahdollistavat työkalut on sovittava ennen rahaston osakassopimuksen allekirjoittamista. Kontrolloinninkin suhteen korostettiin suomalaisen markkinan pienuutta, tuttuja toimijoita ja luottamusta managereihin. Muutama sijoittaja oli sitä mieltä, ettei sellaisiin tilanteisiin pitäisi edes joutua, joissa rahaston toimintaa joudutaan kontrolloimaan sijoittajien taholta. Varsinkin *pienet* sijoittajat näkivät, että sijoitusneuvosto on olemassa juuri siksi, että sen yksi tehtävä on monitoroida rahaston ja sen managerin toimintaa. Raporttien viivettä pidettiin myös niin suurena, että sijoittajien on pakko luottaa manageriin, koska kontrollointi on ”*sinänsä mahdotonta*”. Tämä sama asia tuli ilmi myös Haapion (2009) tutkimuksessa.

Kontrollointi- ja päätöksentekomahdollisuuksia rahaston suuntaan kyseenalaistettiin yleisemminkin. Sijoituspäätöksen jälkeen oli muutaman haastateltavan mielestä kyse



ulkoistetusta sijoituksesta, jonka kehittymistä voi vain seurata. Lähtökohtaisesti kaikki sijoittajat korostivat alan ammattimaisuutta ja luottamuksen merkitystä. Erikoistilanteissa ei heidän mukaansa enää raportit riittäisi, vaan ne vaatisivat jo tapaamisia ja suurempia toimenpiteitä. Kontrollointitoimenpiteiden tai erityisen seurannan rakentaminen nähtiin hyvin työläänä, kun edelleenkin on kyse ulkoistetusta sijoituksesta. Sopimusten monimutkaisuus varsinkin kansainvälisillä markkinoilla kasvaa koko ajan. Hallinnointisopimuksissa moni suuri sijoittaja halusi varmistaa, että saa juuri sellaista raportointia kuin kirjanpitoansa varten tarvitsee.

Rahaston valvonta on monen haastateltavan mielestä ulkoistettu tilintarkastajille, mutta tätä ei pidetty täysin ongelmattomana. Tilintarkastajien toimeksiannoissa rahastoa perustettaessa on vielä parantamisen varaa. Muutama *suuri* sijoittaja oli varannut oikeuden lähettää tarvittaessa omat tilintarkastajansa tarkastamaan rahaston toimintaa. Tilintarkastajien vastuuta korostettiin monessa haastattelussa ja muutama sijoittaja oli huolissaan heidän *"vetäytymisestä vastuustaan"* viime vuosien *"tapausten"* takia. Luottamukseen tilintarkastajien toimintaan ei oikein nähty mitään vaihtoehtoja.

*"...jos luottaa, että tilintarkastajat on jonkun salkun auditoineet, niin pakkohan siihen nav-arvioon on uskottava..."*.

Tämä luottamus on epäsuoran sijoittamisen perusta. Korkeamman riskin tuotteissa sijoittajat halusivat varmistua jo etukäteen, että managerilla ja myös muilla sijoittajilla on samanlaiset intressit heidän kanssaan. Avainhenkilöiden tai manageriyhtiön omia sijoituksia pidettiin hyvänä tapana vähentää agenttiriskiä.

Rahastojen oletettiin noudattavan hyvää hallintotapaa, mutta jäi epäselväksi, miten tästä varmistuttiin tai sovittiin rahastoissa yleisesti. Tulevaisuudessa herää varmasti lisää keskustelua managerin toimintojen arvioinnista ja palkkiolaskennasta. Muutama *suurista* sijoittajista ehdotti, että rahastolla voisi olla ennalta määritetyt vaihteluvälit tietyille tunnusluvuille, kuten rahoitusrakenteelle ja velkaantumisasteelle, mutta myös salkun maantieteelliseen jakaumaan ja kiinteistökehityksen määrään. Näiden toteutumista seurattaisiin raporteissa. Seurannasta toivottiin graafista kuvausta, joka helpottaisi managerin toiminnan seuranta.

### **5.3 Tiedon tarve**

Haastatteluissa tiedon tarvetta ja siihen vaikuttavia tekijöitä käsiteltiin jokaisen haastateltavan kanssa vähän eri kohdassa. Yleensä tiedon tarpeesta puhuttiin sijoitusneuvoston yhteydessä, jolloin oli luontevaa kysyä myös muista tiedon tarpeeseen vaikuttavista tekijöistä. Haastateltavilla oli hyvin paljon samanlaisia näkemyksiä siihen, mitkä tekijät määrittävät tarvittavan tiedon määrä. Omaa kokemusta pitivät tärkeänä oikeastaan kaikki haastatellut. Oli selvää, että sijoittajan on tunnettava sijoituskohteensa yleinen markkinatilanne. Epäsuorassa sijoittamisessa toki luotetaan siihen, että managerilla on alan syvin tieto, koska hän tekee sijoituspäätökset. Omaa kokemusta pidettiin tärkeänä sijoituskohteen valinnassa *varainhankitakauden (capital-raising period)* aikana sekä sijoituksen seuraamisen kannalta. Suomalaiset markkinat kaikki haastateltavista kokivat tuntevansa, joten näiden markkinoiden yleiskatsauksille ei ollut suoranaista tarvetta. Haastateltavat kertovat vaihtavansa ajatuksia helposti alan muiden

toimijoiden kanssa, mikä lisäsi heidän mahdollisuuksiaan vertailla tietoa. Yleisesti myönnettiin, että ulkomaisista markkinoista on tarve saada enemmän tietoa.

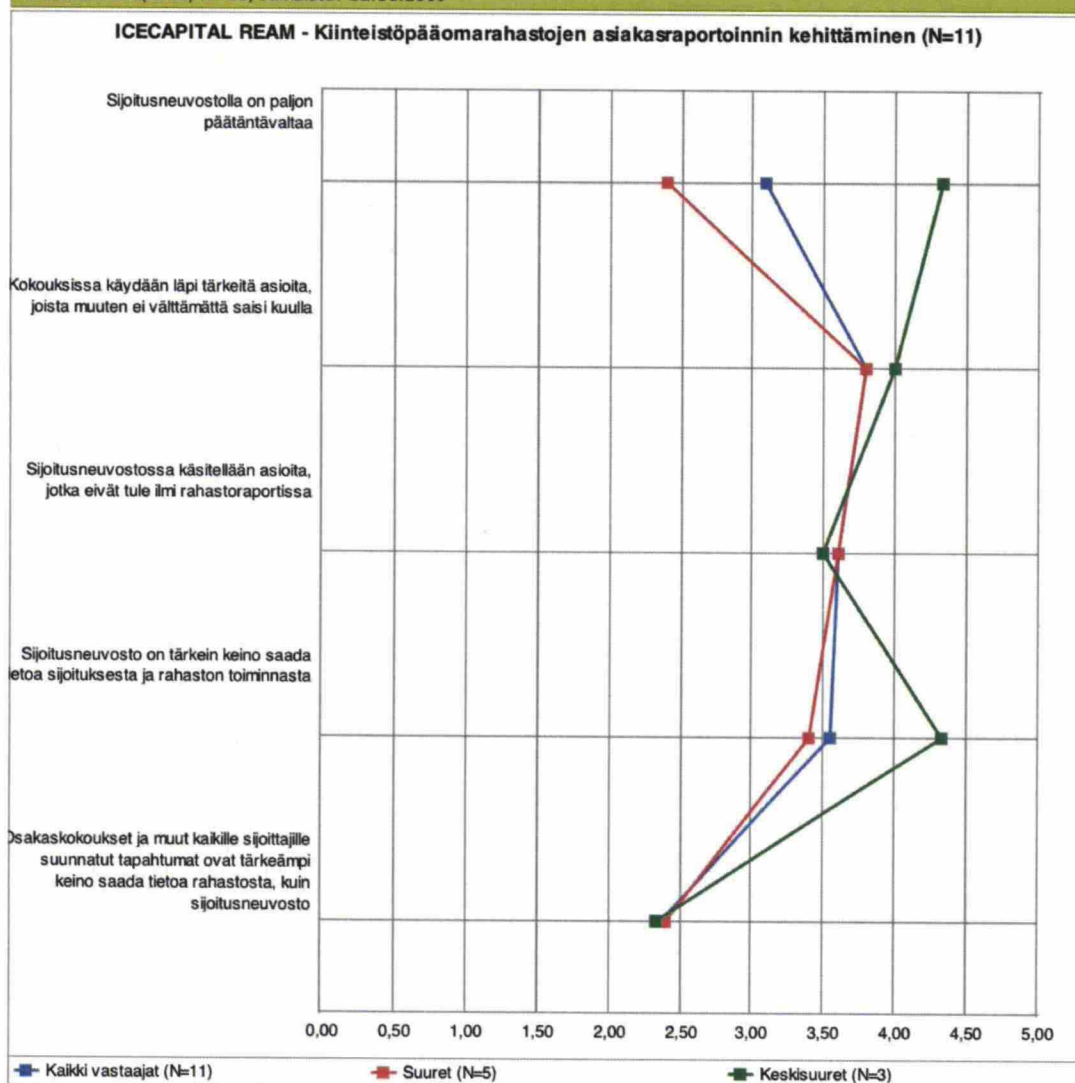
Taulukko 10 Tiedon tarvetta koskevat haastattelukysymykset.

Ongelmat: Tiedon tarpeeseen ja määrään vaikuttavat tekijät	
Mitä halutaan selvittää	Kysymykset
– tunnettujen markkinoiden ja toimijoiden, sijoituksen painoarvon, sijoitusneuvostossa olemisen ym. merkitys tiedon tarpeeseen	<p>Mitkä tekijät vaikuttavat tarvittavan tiedon määrään?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– rahaston koko?</li> <li>– oma kokemus?</li> <li>– key-person?</li> <li>– sijoitusneuvostossa oleminen?</li> </ul>

Luottamus ja ihmisten tunteminen oli sijoittajille tärkeää, ”*muttei [tunteminen] sulje pois raportoinnin tärkeyttä*”, vaan nämä asiat tukevat toisiaan: ”*jos raportointi ei oo kohdallaan, vaikka on hyvät tyypit, niin tuleeahan siitä kysymyksiä..*”. Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että tuttuun tai tunnettuun manageriin on helpompi olla yhteydessä. Sijoituksen koolla ja tärkeydellä oli vaihtelevasti merkitystä tiedon saamisen tarpeisiin, osa ei nähnyt näitä vaikuttavina tekijöinä tiedon tarpeeseen, koska ”*kaikki [sijoitukset] ovat tärkeitä*”.

Moni sijoittaja ennusti, että tulevaisuudessa kiinnitetään yhä enemmän huomiota siihen, keitä muut rahastoon sijoittavat tahot ovat. ”*...kun on käyny niin et joltain pieneltä loppuu rahat kesken [...] osakkeiden arvot laskeneet ja ei oo enää varaa pääomakutsuihin.*”, huolehti yksi haastateltava. Toinen uhkakuva voi olla, että rahaston NAV-arvon laskiessa lainojen kovenantit tulevat loan-to-value-arvon takia vastaan tai toisissa rahastoissa ei enää voida kutsua pääomia, kun kaikilla sijoittajilla ei ole enää varaa niihin. *Suuret*, kansainvälisesti sijoittavat tahot sanovatkin seuraavansa myös kaikista suurimpien sijoittajien sijoitusfilosofiaa, jottei yllätyksiä pääsisi syntymään.





Kuva 8 Sijoitusneuvoston merkitys.

Sijoitusneuvoston merkitystä tiedonsaantiin visualisoidaan kuvassa 8. Lomakekyselyssä esitettiin viisi väittämää, joiden kanssa sijoittajilla oli mahdollista olla *täysin samaa mieltä* (5,00) tai *täysin eri mieltä* (1,00). Jos haastateltava ei osannut tai halunnut sanoa mielipidettään, oli mahdollista valita vaihtoehto 0. Haastatteluiden ja lomakekyselyn perusteella sijoitusneuvostoa pidettiin tärkeänä, muttei ehkä niin tärkeänä, kuin etukäteen oli oletettu:

*”kyllä muutenkin [ilman sijoitusneuvostoa] pitää infoa saada sijoittajille..”.*

Ne haastateltavat, joilla ei ollut kokemusta sijoitusneuvostosta, pitivät tärkeänä varmistua siitä, että he saavat tiedon jotain muuta kautta. Osa *suurista* sijoittajista ei halunnut korostaa sijoitusneuvoston roolia, koska pitivät sitäkin vain yhtenä sijoittajaviestinnän muotona: ”eihän siellä päätetä mistään”. Samaan aikaan he tosin pitivät sitä niin tärkeänä asiana, etteivät lähtisi suomalaisiin rahastoihin mukaan, elleivät saisi paikkaa sijoitusneuvostossa. INREV:n (2008) vuosiraporttisuosituksissa erilaisten

sijoitusneuvostojen tarpeellisuutta pitäisi arvioida rahaston koon, rakenteen monimutkaisuuden, sijoittajien määrän ja sijoituskohteiden mukaan. Sijoitusneuvoston arvostus eri ryhmien kesken näkyy hyvin kuvassa 8. On oikeastaan yllättävää, että eniten päätäntävaltaa sijoitusneuvostolla nähtiin *keskisuurten* sijoittajien ryhmässä. Sijoitusneuvoston merkityksen koettiin selvästi korostuvan epävarmoina aikoina. Markkinatilanteen tuomat yllätykset ja muut yllättävät muutokset, kuten avainhenkilöiden vaihto, nähtiin sellaisina asioina, joista sijoitusneuvostossa saisi tiedon ensimmäisenä ja sen merkitys korostuisi. Markkinoiden laskusuhdanteessa pitäisi sijoitusneuvostossa käydä rahaston tilannetta tarkemmin läpi, jolloin sijoittajien luottamus manageriyhtiötä kohtaan ei heikkene. Toisaalta painotettiin sitä, että tiedon epätasapainoa ei saisi syntyä sijoittajien kesken.

Vaikka sijoitusneuvoston asemasta tuli ristiriitaisia mielipiteitä haastattelutilanteissa, niin loppujen lopuksi sen arvo tunnustettiin vähintäänkin yhtenä tärkeänä viestinnän osana. Marston ym. (2001) totesivat 80 suurinta eurooppalaista pörssi-yhtiötä kattaneessa tutkimuksessaan, että analyytikot ja sijoittajat arvostivat tapaamiset huomattavasti tärkeämmiksi kuin minkään muun sijoittajaviestinnän keinon. Sijoitusneuvostossa myönnettiin käytävän keskusteluja, jotka tuovat lisäarvoa sijoittajille. Varsinkin *aktiivisen sijoituskauden (commitment period)* aikana moni sijoitusneuvostoon kuulumaton näki, että heillä oli selvä lisätiedon tarve. Sijoitusneuvostolla koettiin myös olevan päätäntävaltaa ja sitä pidettiin tiedonkulullisesti tärkeänä.

*”..sitä [sijoitusneuvoston] kautta saa riittävästi tietoa, se on melkein niin kuin oma hallitus”*

mutta samalla korostettiin myös, ettei tiedon asymmetriaa saa syntyä missään tilanteissa:

*”jos se raportointi on hyvää, niin ei pääse syntymään tätä.. ei tule intressikonfliktia, et noi [sijoitusneuvosto] saa enemmän tietoa”.*



## 5.4 Muu sijoittajaviestintä

Sijoittajaviestintä on tavoitteellista toimintaa. Sijoittajaviestintää tekevän yrityksen on tehtävä etukäteen päätökset siitä, mitä sijoittajaviestinnällä halutaan saavuttaa ja mitkä ovat keskeiset kohderyhmät ja viestintäkanavat. (Mars ym. 2000, s. 129–133.) Kuten koko rahastosijoittamisen ja siihen liittyvän sijoittajaraportoinnin, muunkin rahastoihin liittyvän sijoittajaviestinnän keskeisenä tekijänä nähtiin luottamus. Managerien toimintaan ja raportteihin on voitava luottaa.

Taulukko 11 Muuta sijoittajaviestintää koskevat haastattelukysymykset.

Ongelma: Muun sijoittajaviestinnän rooli ja tarve, sijoittajaviestinnän käytänteet	
Mitä halutaan selvittää	Kysymykset
<ul style="list-style-type: none"><li>– millaista kokemusta sijoittajalla on muista raportointikäytännöistä</li><li>– mitä tietoa sijoittajat käyttävät/tarvitsevat rahastoraporttien lisäksi</li></ul>	<p>Millaisia hyviä raportointikäytäntöjä on tiedossanne?</p> <p>Millaista sijoittajaviestintää olette saaneet kiinteistösijoittamisessa rahastoraporttien lisäksi?</p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Sijoitusneuvosto</li><li>– Muut tapaamiset</li><li>– Itse/muiden tekemät analyysit</li><li>– Millaista toivoisitte saavanne?</li></ul>

Varsinkin *keskisuurten* sijoittajien mielestä raportti oli tämänäyttypisen rahaston tärkein sijoittajaviestinnän lähde. He pitivät myös sijoitusneuvostoa tärkeänä viestintäkanavana, vaikka sen harva kokousaikataulu tiedostettiin. ”Aina voi soittaa”, oli aika yleinen näkemys keinoihin saada lisää tietoa rahaston toiminnasta. Soittamista ja asioiden selvittämistä suoraan managerilta pidettiin hyvänä keinona rahastosta riippumatta, vaikka se onkin helpointa tuttujen toimijoiden kanssa. Puhelinkonferenssi on helppo ja kustannustehokas tapa saada maantieteellisesti toisistaan kaukana sijaitsevat toimijat keskustelemaan samanaikaisesti. (Mars ym., 2000, s. 156.) Monelle haastateltavalle oli perusolettamus myös se, että manageri on itsekin yhteydessä sijoittajiin, varsinkin, jos on tiedossa muutoksia vallitsevaan tilanteeseen. Kansainvälisissä rahastoissa managerit käyvät sijoittajien luona ja pitävät kahdenkeskisiä palaverreja, joissa rahaston asioita käydään tarkemmin läpi. Sijoittajaviestinnän menestyksekkäs hoitaminen on aina yhteistyön tulosta. Marstonin tutkimuksissa muun kuin kirjallisen sijoittajaviestinnän merkitys korostui. Sijoittajat ja analyytikot pitivät tapaamisten merkitystä huomattavan suurena verrattuna muihin sijoittajaviestinnän keinoihin. Tapaamisissa managerin uskottavuus ja kyvyt ovat aivan eri tavalla esillä, on kyse siitä, millaisen vaikutelman sijoittajat saavat. (Marston 1999; Marston ym. 2001; Marston 2008.)

Haastateltavat olivat sitä mieltä, että sijoittajatapaaminen (osakaskokous) tarvitaan vähintään kerran vuodessa. Tämä löytyy jo useiden rahastojen osakassopimuksistakin. Sijoittajatapaamisessa on hyvä käsitellä markkinoita ja salkun tilannetta, tulevia

suunnitelmia rahoituksen ja kohteiden suhteen ja muita ajankohtaisia asioita. Tätä pidettiin samanlaisena tapahtumana kuin pörssiyhtiöiden osakkeenomistajille järjestämiä tilaisuuksia. Jos sijoittajatapaaminen järjestetään kerran vuodessa, helpottaa se haastateltavien näkemyksen mukaan manageriyhtiötäkin, kun kaikki sijoittajat eivät ole kysymässä samoja kysymyksiä. Yrityksille ja rahastoille, joissa on mukana kansainvälisiä sijoittajia, on hyvin tärkeää mennä sijoittajien luokse eikä vain odottaa heitä käymään. Nykyään sijoittajat jopa odottavat näitä *roadshow*-matkoja. Suuret institutionaaliset omistajat vaativat, että sijoituskohteen johto käy heidän luonaan keskustelemassa kahdenkeskisesti sijoituskohteen ajankohtaisesta tilanteesta. (Mars ym. 2000, s. 156–157.) Varsinaisten raporttien rinnalle tuli *suurilta* ja *keskisuurilta* sijoittajilta toiveita kevyestä kuukausikirjeestä tai vastaavasta, jossa rahaston asioita voisi käydä läpi tiiviisti ja tulevaan toimintaan suuntautuen. Haastatteluissa tuli ilmi esimerkkejä hallinnointiyhtiöistä, jotka kävivät tällaisissa uutiskirjeissä läpi samantyyppisiä asioita kuin sijoittajatapaamisissa, eli raportissa mainittujen asioiden lisäksi rahaston kehityksen taustoja, syitä ja tulevaisuuden visioita.

Viestinnästä osa on etupainotteista, eli sijoittajat hakevat tietoja managerista jo ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Eläkevakuutusyhtiöt pitivät myös vertaisryhmätoimintaa tärkeänä. Mielipiteitä vaihdettiin varsinkin sellaisissa tilanteissa, jos oli kyse uudesta toimialasta, markkinasta tai toimijasta. Negatiivisissa tilanteissa (vrt. pörssiyhtiöiden lainsäädännölliset velvoitteet) haastateltavat toivoivat mahdollisimman nopeaa viestintää. Analyytikoiden palveluille ei suomalaisilla markkinoilla nähty vielä tarvetta, mutta ovia jätettiin auki markkinoiden mahdollisesti kasvaessa tulevaisuudessa.

## 5.5 Raportointi rahaston elinkaaren eri vaiheissa

Taulukko 12 Rahaston elinkaaren eri vaiheiden raportointia koskevat haastattelukysymykset.

Ongelma: Rahasto toimii hyvin eri tavalla sen elinkaaren eri vaiheissa, miten tämä vaikuttaa raportointiin	
Mitä halutaan selvittää	Kysymys
– tutkijan oletamus on, että raportoinnin pitäisi olla erilaista rahaston eri vaiheissa – miten asiantuntijat näkevät hahmotellun mallin merkittävyyden	Miten raportoinnin pitäisi erota rahaston eri elinkaaren vaiheissa?

Yksi tämän tutkimuksen tavoitteista oli luoda karkea malli kiinteistöpääomarahaston hyvälle sijoittajaraportille. Luvussa neljä on esitelty kiinteistöpääomarahaston elinkaaren neljä eri vaihetta (mukaillen Lauriala 2005; Falkenbach & Rouhento 2009). Tutkimuksellisenä hypoteesina on ollut, että kiinteistöpääomarahaston toiminta on hyvin eriluonteista sen elinkaaren eri vaiheissa. Tämän takia haastateltaville hahmoteltiin mallia, jossa raportointi eroaisi tyyliltään ja frekvenssiltään *aktiivisen sijoituskauden*, sen jälkeisen ajan eli *vakiintumiskauden* ja *irtautumiskauden* aikana. Kuten muunkin terminologian, myös elinkaareen liittyvän käsitteistön kanssa on tässä



tutkimuksessa ollut ongelmia. Sekä suomenkieliset käännökset että englanninkieliset termit ovat tutkimuksen alussa olleet vähän harhaanjohtavia. Siksi tutkimuksessa todetaan niiden antavan elinkaaren käsitteistä väärän kuvan. Oikeampi käsitteistö ja elinkaarimalli esitellään tutkimuksen synteesissä (luku 8). *Varainhankintavaiheeseen (capital-raising period)* ei tässä tutkimuksessa puututa sen syvemmin, koska tällöin tapahtuva sijoittajaviestintä eroaa hyvin paljon tässä tutkimuksessa käsiteltävästä sijoittajaraportoinnista.

Rahaston elinkaaren alkuvaiheessa, *varainhankintakauden* aikana, viestinnän nähtiin selvästi olevan aika puhdasta markkinointiviestintää: *"toiset [managerit] maalaa paremmin kuin toiset.."*. *Aktiivisella sijoituskaudella* haluttiin enemmän ennustavaa, kevyempää ja nopeampaa raportointia. Rahaston toimintaan saattaa tulla nopeasti monia eri muutoksia, joista sijoittajat haluavat tietää mahdollisimman nopeasti: *"kun tä[m]ähän [aktiivinen sijoituskausi] on niinku poikkeusaika.."*. *Aktiivisen sijoituskauden* jälkeen raportoinnissa ei enää nähty samaa kiireellisyyttä. Lomakekyselyssä kvartaaliraportteja pidettiin parhaana raportointifrekvenssinä sekä *aktiiviselle sijoituskaudelle* että rahaston *vakiintumiskaudelle*. Exit-vaiheen raportointiin ei moni sijoittaja osannut vielä ottaa kantaa, johtuen vähäisestä kokemuksesta terminointien suhteen. Perusraportoinnissa ei nähty eroa rahaston elinkaaren eri vaiheissa, vaan sen pitää toimia yhtä luotettavasti koko ajan. Tiettyjä osia hankintavaiheen raportoinnista voi aktiivisen sijoituskauden jälkeen jäädä pois, kuten pääomakutsuihin liittyvä raportointi.

Mallia, jossa raportointityyli vaihtelee elinkaaren mukaan, pidettiin haastateltavien keskuudessa hyvänä löytönä siksi, koska sijoittajat tarvitsevat erilaisia asioita rahaston elinkaaren eri vaiheissa.

*"nääh [elinkaaren eri vaiheet] pitää aatella ihan erilaisiana vaiheina ja niissä on ihan erilaiset ongelmat.."*

*Aktiivisella sijoituskaudella* raportoinnin ja muun sijoittajaviestinnän on syytä olla tiivistä, näin saavutetaan sijoittajien luottamusta. Jotta sijoittajat voivat olla varmoja, että sijoitusstrategia on sovitun mukaista, on yhteyden sijoittajiin oltava toimiva ja raportoinnin nopeaa. Muutama haastateltava kertoi suoraan, että olivat olleet hyvin tyytymättömiä osaan rahastosijoituksistaan juuri siksi, että *"joudut itse soittaa perään, et oletteko te tehneet jotain siellä.."*. Tällaista pidettiin yksiselitteisesti huonona manageritoimintana. *Aktiivisen sijoituskauden* aikana *"olisi hyvä päivittää [kohteiden] arvoja useammin.. että sijoittaja pystyy seuraamaan sen tilanteen kehittymistä.."*. Sijoittajat pitivät vain puolivuotisraportoinnin varassa olemista huonona, koska viiveet tapahtumien ja raporttien väliin jäisivät suuriksi: *"et siinä jos tammikuun alussa on ostettu jotain mistä saa tietoa toukokuussa, niin.."*.

### Mikä olisi raportoinnin sopivin tiheys rahaston investointiperiodin aikana?

	Vastaus	Lukumäärä	Prosentti	20%	40%	60%	80%	100%
1.	Raportointi kuukausittain	1	9,09%					
2.	Raportointi kvartaaleittain	10	90,91%					
3.	Raportointi puolivuositain	0	0,00%					
4.	Raportointi kerran vuodessa	0	0,00%					
5.	Jokin muu, mikä	0	0,00%					
	<b>Yhteensä</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>					

Kuva 9 Raportoinnin tiheys aktiivisella sijoituskaudella (kyselyssä käytetty termiä investointiperiodi).

Sijoittajat pitivät ongelmallisena sitä, ettei manageri halua ennustaa tulevaa *aktiivisen sijoituskauden* aikana. Haastateltavat ymmärsivät kyllä, että manageri ei välttämättä halua sitoutua arvioihinsa tulevasta ”*mustaa valkoisella*”, mutta tähän toivottiin ratkaisuksi kevyttä ja epäformaalimpaa raportointia.

*”ennakoidaan et kohde valmistuu aikataulussa.. ja tuottaa sen ja sen verran..”*

Haastatteluissa kerran kuussa tapahtuva jonkinlainen yhteydenpito oli monen sijoittajan toiveissa kohteiden hankintavaiheessa.

Pääomakutsut olivat haastatelluille erittäin tärkeä osa raporttia. Niitä pidettiin monissa puheenvuoroissa jopa raportin tärkeimpänä osana. Sijoittajien organisaatioille on tärkeää tietää, miten paljon pääomakutsuja on jo tullut ja varsinkin miten paljon niitä on vielä jäljellä. Tämä nähtiin tärkeäksi niin hallinnon kannalta, kuin sijoituksen seuraamisenkin. Koska kiinteistö-pääomarahastojen *aktiivinen sijoituskausi* on täysin kiinni rahastomanagerista, toivoivat useat sijoittajat enemmän ennakkotietoja pääomakutsuista. Rahastoraportteihin haluttiin myös säännöllisin väliajoin tieto siitä, miten paljon sijoitussitoumuksia on kutsuttu sisään ja miten paljon niitä on vielä jäljellä. Myös sisäistä raportointia varten oli tarve saada tietää, miten paljon rahaa kiinni tietyssä instrumentissa. Tässä oli paljon kyse siitä, että sijoittajilla olisi parempi mahdollisuus varautua ja sopeuttaa muuta toimintaansa mahdollisiin pääomakutsuihin. Varsinkin pienempien sijoittajien kohdalla kyse oli jo likviditeetistä. Yleisesti sijoitussitoumukset nähtiin yhtenä tärkeänä osana rahastoraporttia ja haastateltavien keskuudessa oli selkeää tyytymättömyyttä niihin rahastoihin, jotka tätä eivät ilmoittaneet.

Haastatteluissa näkyi myös vahvasti tarve laajemmalle analyysille salkun suhteesta ympäröiviin markkinoihin. Talouden laskusuhdanteen lisätessä sijoittajien ja muiden toimijoiden epävarmuutta korostui managerin näkemyksen merkitys ja siitä raportointi.



*”meillä on positiiviseksi koettu, et managerilta tulee kuukausikirjeitä, ajankohtaiskirjeitä.. et kerrotaan missä mennään, markkinoiden tilanne...”*

Koska aktiivisella sijoituskaudella voi olla keskeneräisiä kohteita hyvinkin paljon, haluttiin näistä tarkempaa katsausta esimerkiksi sijoittajatapaamiseen, jolloin niitä ei tarvitsisi käydä läpi kirjallisissa raporteissa niin yksityiskohtaisesti.

Erityistä huomiota on kiinnitettävä siihen, kun siirrytään *aktiiviselta sijoituskaudelta* rahaston *vakiintumiskaudelle*. Kun rahaston lopullinen sulkeminen (*final closing*) on tehty, niin sijoittajat halusivat managerilta heti arvion rahaston ennustetusta tuotosta. *Vakiintumiskaudella* (kyselyssä käytetty termiä *juoksuaika*) rahaston toiminnan nähtiin ”*normalisoituvan*”, jolloin epäsuoran kiinteistösijoittamisen ennustettavuuteen ja pieneen volatilitettiin perustuvien etujen pitäisi toteutua täysimittaisena.

#### **Mikä olisi raportoinnin sopivin tiheys rahaston juoksuajan aikana?**

	Vastaus	Lukumäärä	Prosentti	20%	40%	60%	80%	100%
1.	Raportointi kuukausittain	0	0,00%					
2.	Raportointi kvartaaleittain	10	90,91%					
3.	Raportointi puolivuositain	1	9,09%					
4.	Raportointi kerran vuodessa	0	0,00%					
5.	Jokin muu, mikä	0	0,00%					
	<b>Yhteensä</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>					

**Kuva 10 Raportoinnin tiheys vakiintumiskauden aikana (kyselyssä käytettiin termiä juoksuaika).**

*Vakiintumiskauden* raportointifrekvenssiä kysyttiin haastattelutilanteen lisäksi myös lomakekyselyssä, jonka tulos on taulukossa 10. Vain yksi vastaajista oli sitä mieltä, että puolivuositain raportointi on riittävää, vaikka haastattelutilanteissa moni sanoi sen olevan riittävää. Tässä näkyy selvästi sijoittajien organisaatioiden sisäisen raportoinnin vaatimukset kvartaaliraportoinnista. Toisaalta voidaan myös miettiä, millaista raportointia vastaajat lomakekyselyssä tarkoittavat. Kysymyksenasettelussa oli taustalla tilaajayrityksen nykyinen raportointikäytäntö, jossa käytetään formaaleja, kirjallisia raportteja.

*Irtautumiskaudesta* eli exit-vaihtoehtoista ei Suomessa ole juuri kokemuksia. Täällä on kiinteistö pääomarahastoissa tapahtunut vasta yksi irtaantuminen, joka sekin tapahtui *aktiivisen sijoituskauden* aikana (CapMan, 2007.) Exit-vaiheeseen liittyy monia epäselviä vaiheita. Ongelmat voivat pakottaa rahaston jatkamaan toimintaansa, jos kohteille ei löydetä markkinoilta sopivia ostajia (Lauriala 2005, s. 31–37). Exit-vaiheen lähestyessä on tärkeää pitää sijoittajat ajan tasalla siitä, miten sijoitus on menestynyt.

Brounenin ym. (2003) mukaan tiedon tarve markkinoilla tulee kasvamaan selvästi exit-vaiheiden lisääntyessä kiinteistöpääomarahastoissa. Muutama kansainvälistä kokemusta omaava haastateltava sanoi, että rahaston todellisen tuoton arviointi voi olla erittäin haasteellista. Tämän vuoksi sijoittajien pitäisi saada analyysi siitä, miten exit tulee toteutumaan: *"mitä aikaisemmin, sitä parempi"*. Haastateltavista osa piti tärkeänä, että toteutumaa verrataan kunnolla alkuperäiseen strategiaan ja arvioidaan liiketoimintasuunnitelman toteutumista.

*"..et se on niin et meidän on pystyttävä arvioimaan et miten se salkku tuottaa, niin manageri jos ei tee sitä, niin meidän pitää.."*

Mitä lähempänä arvioitu exit-vaihe oli, sitä enemmän sijoittajat halusivat managerin arvion ennustetun tuoton pitävyydestä. Raportoinnin frekvenssiin ei haastateltavilla ollut niinkään mielipidettä, tärkeintä oli, että manageri varmistaa sijoittajien olevan ajan tasalla rahaston toiminnan suhteen. Niillä sijoittajilla, joilla oli exit-vaiheista kokemusta, kokivat, että siinä voi tulla ilmi monia yllättäviä asioita, joihin eivät sijoittajat tai manageri osaa etukäteen varautua. Rahaston pitkä toiminta-aika, pääomien vaihtelut, mahdolliset myynnit, yllättävät kulut, jne. tekevät lopullisen toteuman laskemisesta hyvin vaikeaa. Exit-vaiheiden vastuukysymykset noussevat tulevaisuudessa hyvin tärkeiksi, kun suomalaiset kiinteistöpääomarahastot lähestyvät maturiteettiaan (Borenus & Kempainen 2009).

## **5.6 Normisto ja sen määrittely**

Pääomasijoittaminen, pääomarahastot ja varsinkin kiinteistöpääomarahastot ovat Suomessa varsin uusia toimialoja. Kuten edellä on mainittu, listaamattomille kiinteistöpääomarahastoille ei tällä hetkellä ole olemassa mitään yksiselitteistä lainsäädäntöä niiden toiminnasta, eikä alalla ole myöskään omia ohjeistuksia esimerkiksi raportoinnista. Haastatteluissa käytiin laajaa keskustelua alan nykytilasta ja sen tulevaisuudennäkymistä reguloinnin suhteen. Kaikki haastateltavat olivat sitä mieltä, että Suomeen olisi syytä saada kiinteistöpääomarahastojen raportointiin omat standardinsa ja normistonsa.

*"Aina, jos olemassa joku sijoitusluokka olis hyvä olla olemassa normisto.."*

Tämä ei tarkoita kuitenkaan sitä, että Suomeen pitäisi tehdä täysin omanlainen normisto, vaan enemmänkin olemassa olevien kansainvälisten ohjeistusten integrointia Suomeen. Taulukossa 13 on haastateltaville esitetyt kysymykset. Normeihin ja ohjeistukseen liittyvien kysymysten lisäksi on kysytty INREV:n tunnettuutta.






Taulukko 13 Normistoa koskevat haastattelukysymykset.

Ongelma: Kiinteistöpääomarahastojen toiminta ja raportointi eivät ole säädeltyjä Suomessa	
Mitä halutaan selvittää	Kysymykset
<ul style="list-style-type: none"><li>– normiston ja standardisoinnin tarpeellisuus</li><li>– millä keinoilla alaa pitäisi standardisoida</li><li>– INREV:n tunnettuus</li></ul>	<p>Pitäisikö Suomessa olla pääomarahastojen raportointia määrittelevä normisto?</p> <p>– Jos kyllä, niin kenen se pitäisi määrittää</p> <p>Tunnetteko INREV:n toimintaa?</p>


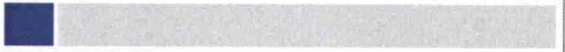

Sijoittajien kannalta olisi tietenkin parasta, että ala itse sopisi tietyt tavat ja toimintaohjeet, miten rahastoista raportoidaan sijoittajille. ”Alan pitäisi itsekin tietää” oli erään haastateltavan näkemys parhaaseen tapaan luoda alalle standardit. Hallinnointiyhtiöiden pitäisi käsitellä samoja asioita samalla tavalla, jotta tärkeät kokonaisuudet löytyisivät raporteista helpommin ja nopeammin. Tällöin monien mielestä vertailukelpoisuus paranisi, vaikka osa haastateltavista piti suomalaisia raportteja jo nyt kohtuullisen vertailukelpoisina. Keskusteltaessa suomalaisista raportointistandardeista etenkin *suuret* sijoittajat painottivat, ettei Suomeen pidä kehittää täysin omaa normistoa kiinteistöpääomarahastoille. Alaa pitää standardisoida vähintään Euroopan laajuisesti, jotta se toimii kansainvälisesti vertailukelpoisena. Omien käytäntöjen ja kirjanpitosäännösten luomista pidettiin hankalana, koska tämä vähentää vertailukelpoisuutta ja raporttien käytettävyyttä yleensä.

**Pitäisikö suomalaisilla kiinteistöpääomarahastomarkkinoilla olla oma lainsäädäntö, joka määritteli esim. niiden raportointia?**

	Vastaus	Lukumäärä	Prosentti	20%	40%	60%	80%	100%
1.	Kyllä	4	36,36%					
2.	Ei	7	63,64%					
3.	Muu kommentti	0	0,00%					
	<b>Yhteensä</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>					

Kuva 11 Lainsäädännön tarpeellisuus.

**Pitäisikö suomalaisilla kiinteistöpääomarahastomarkkinoilla olla oma standardi/ohjeistus siitä, miten rahastojen tulee toimia ja hoitaa sijoittajaraportointia? Tämä ohjeistus voisi perustua esim. eurooppalaisiin, jo olemassa oleviin standardeihin.**

	Vastaus	Lukumäärä	Prosentti	20%	40%	60%	80%	100%
1.	Kyllä	9	81,82%					
2.	Ei	1	9,09%					
3.	Muu kommentti	1	9,09%					
	<b>Yhteensä</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>					

**Kuva 12 Normiston tarpeellisuus.**

Monet haastateltavat puhuivat alan kasvusta ja sen mukanaan tuomista haasteista. Nykyisessä tilanteessa kiinteistöpääomarahastoja ja niiden raportointia pidettiin hyvänä ja luotettavana, mutta tulevaa toimintaa varten haastateltavilla oli kehitystoiveita. Jos kiinteistöpääomarahastoista halutaan Suomessa yleinen ja käytetty sijoitusinstrumentti, niin silloin pitää olla myös lainsäädäntö, muut ohjeistukset ja valvonta ajan tasalla. Kun alalle tulee uusia toimijoita, ovat sijoittajien tarpeet säännöille ja valvonnalle heti erilaiset ja huomattavasti suuremmat.

Monessa haastattelussa toivottiin, että alalle kehittyisi toimiva normisto, ennen kuin mahdollisia väärinkäytöksiä tai opportunistista käyttäytymistä esiintyisi. Muutama sijoittaja sanoi vain odottavansa Finanssivalvonnan reaktioita, koska pitivät niin epämääräisenä nykyistä tilannetta, jossa sijoitusinstrumenttia ei valvota. Useat sijoittajista halusivat välttää epäselvyyksiä ja mahdollista huonoa julkisuutta, jotta alan maine ei turhaan tahraantuisi. Kiinteistöpääomarahastoyhtiöiden on tehtävä yhteistyötä ennaltaehkäisevästi, jotta väärinkäytöksiä ei pääse syntymään. Haastateltavat alleviivasivat myös sitä, että turhaa ”yliampumista” on vältettävä. Liiallisilla säännöillä ja rajoitteilla vain lisätään turhaa työtä manageriyhtiöille, eivätkä haastateltavat kokeneet tästä tulevan sijoittajille minkäänlaista hyötyä.

INREV:n julkaisemia ohjeistuksia pitivät hyvänä melkein kaikki haastateltavat, vaikka INREV:n toimintaa tunsivat vain noin puolet haastateltavista. Suurinta INREV:n tunnettuus oli *suurten* sijoittajien keskuudessa. Myös ne sijoittajat, jotka eivät järjestöä tunteneet, pitivät hyvänä, että Suomessa otettaisiin käyttöön kansainvälinen standardi. Jos on tarpeen, haastateltavien mielestä INREV:n ohjeistuksia voi muokata kansallisten vaatimusten mukaan. Tämän sallii myös INREV itse, kunhan poikkeamista ja niiden syistä on raporteissa kerrottu tarpeeksi selvästi. INREV:n ohjeistukset eivät kuitenkaan saaneet täysin varauksetonta kannatusta, muutama kokeneempi sijoittaja totesi niissäkin olevan vielä paljon kehittämistä. Muutamassa haastattelussa tuli esiin Suomen sijoitusrahastoyhdistyksen ohjeistukset muista pääomarahastoista ja niiden raportoinnista. Yksittäisissä huomioissa toivottiin Sijoitusrahastoyhdistyksen lisäksi myös Raklin ja KTI:n aktiivisuutta.



REIT-lainsäädäntökeskusteluista on jäänyt alalle selvästi suuria ennakkoluuloja lainsäädäntöteitse tapahtuvaa regulointia kohtaan. Moni haastateltava sanoi sijoitusyhteisönsä vierastavan ”kaikennäköisiä lainsäädäntöjä”. Toisaalta alan ollessa passiivinen toiminnan kehittämisessä ennustettiin lainsäätäjien tarttuvan toimeen ennen pitkää. Jos lainsäädäntötyö lainsäätäjien taholta alkaisi, olisi parasta, että ala itse osallistuisi voimakkaasti valmisteluun ja määrittelyyn. Haastateltavat pelkäsivät, että lakiin tulee helposti sellaisia rajoitteita, jotka vaikeuttavat toimintaa liikaa tai tekevät laista täysin käyttökelvottoman. Tämä näkyy selvästi lomakekyselyn tuloksissa, jossa kukaan *suurista* sijoittajista ei kannata lainsäädännöllistä tietä alan standardisointiin. Huonosta alan lainsäädännöstä nostettiin esiin mainittu REIT-laki. Alan kehittämisen kannalta lainsäädäntöä pidettiin hitaana tapana vaikuttaa.

## IV Tutkimuksen tulokset

Tässä osassa esitetään ja tulkitaan tutkimuksen tuloksia. Tutkimuksen tulokset on jaoteltu kirjallisuusanalyysiin ja empiirisen osion analyysiin, näiden synteisiin sekä johtopäätöksiin ja tutkimuksen arviointiin.

### 6 Kirjallisuusanalyysi

”Laadullisen aineiston analyysin tarkoitus on luoda aineistoon selkeyttä ja siten tuottaa uutta tietoa tutkittavasta asiasta” (Eskola & Suoranta 2003, s. 137). Analyysin tarkoitus on siis tiivistää usein laaja aineisto, jättämättä silti pois mitään relevanttia tietoa ja jäsentää se luettavampaan muotoon. Tässä luvussa käydään läpi kirjallisuustutkimuksen pääkohdat, analysoidaan niiden tuloksia koko tutkimuksen kannalta ja otetaan kantaa tutkimuksen luotettavuuteen.

Epäsuora, välillinen kiinteistösijoittaminen on ollut kasvava ala viimeisen kymmenen vuotta. Uudet toimijat ovat rikkoneet perinteisen kiinteistö- ja rakennusalan kaavaa erilaisella suhtautumisellaan kiinteistösijoituksiin. Heidän kasvavat tarpeensa tiedon ja läpinäkyvyyden suhteen luovat haasteita sijoituksista raportointiin. Sijoittajilla voi olla hyvinkin erilaisia profiileja, taustoja ja osaamista. Heidän vaatimuksensa ja odotuksensa vaihtelevat näiden mukaan. Suorassa ja epäsuorassa sijoittamisessa nämä erot ovat suuria, mikä on ehdottomasti otettava huomioon sijoittajaviestinnässä. Epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa sijoittajat ovat välillisen tiedon varassa ja sijoituksen kontrolloinnin on tässäkin tutkimuksessa todistettu olevan hyvin vaikeaa. Kiinteistöarviointien puolueettomuudesta huolimatta kiinteistöjen arvonalennuksia tapahtuu, mikä saa sijoittajat epäileviksi. Sijoittajien epäilykset tulivat ilmi tämän tutkimuksen empiirisessä osuudessa.

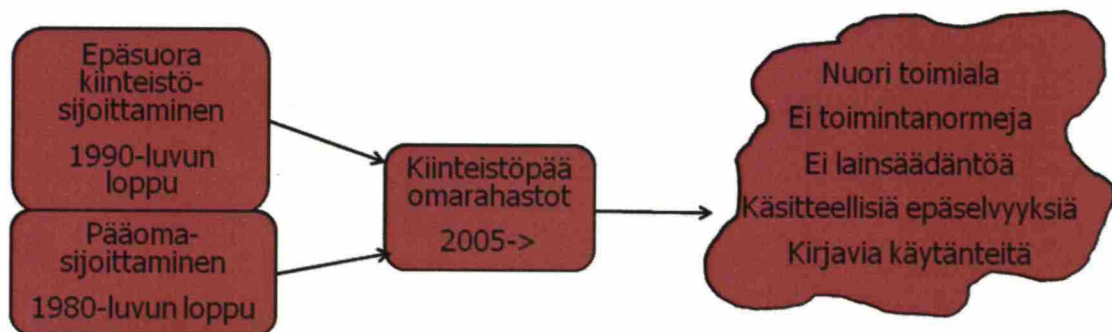
Kiinteistösijoittamisessa on paljon erityispiirteitä, joilla on vaikutusta rahastoraportointiin. Markkinoiden epätasapaino kysynnän ja tarjonnan suhteen, sijoituksen pitkäikäisyys, hajauttaminen ja tiedonpuute vaativat sitä osaamista, jota sijoittajat hakevat managereilta välillisen sijoittamisen kautta. Tämän takia managerin on osattava raportoida osaamisestaan niin, että se välittyy kunnolla sijoittajille. Monimutkainen lainsäädäntö ja kiinteistökohteiden heterogeenisuus asettavat myös tiukkoja vaatimuksia raportoinnin onnistumisen suhteen. Asiantuntemus alalla korostuu entisestään, koska kiinteistöjen hinnanmuodostukselle ei juurikaan ole julkista markkinapaikkaa.

Yleisestä kiinteistösijoittamisesta on lähdeaineistoa löytynyt hyvin. Tässä työssä on hyödynnetty muiden tutkimusten pohjalta hyviksi havaittuja lähteitä sekä päivitetty näiden tietoja uusimmilla artikkeli- ja kirjajulkaisuilla, kuten Suarézin (2009), Hoeslin (2008) ja Apeschin (2008) tutkimuksilla. Näin tässä tutkimuksessa näkyvät myös välillisen kiinteistösijoittamisen epävarmuustekijät, jotka korostuvat markkinoiden laskusuhdanteessa. 1990-luvun kirjallisuudessa (Kaleva ym. 1996) on rinnastettu epäsuora sijoittaminen arvopaperistamiseen, josta on seurannut erilaisia väärinymmärryksiä. Epäsuoraa sijoittamista voi tehdä muillakin tavoin kuin



arvopaperistettujen sijoitusinstrumenttien kautta, eivätkä nämä sanat ole siis synonyymeja. Tutkimuksessa esitellään erilaisia kiinteistösijoitusinstrumentteja ja samalla pohditaan miten kiinteistösijoitus määritellään. Tätä on tutkittu myös Brounenin ym. (2007) artikkelissa *“Transparency in the European Non-listed Real Estate Funds Market”*. Esimerkiksi listatut kiinteistösijoitusyhtiöt korreloivat hyvin voimakkaasti osakkeiden kanssa. Tällöin ne eivät toimi hajauttavana tekijänä, minkä moni sijoittaja on saanut kokea vuosien 2008 ja 2009 aikana. Tämä tutkimus keskittyy niin sanottuun kolmanteen tiehen (Brounen ym. 2007); kiinteistöpääomarahastoihin, joita on tarjottu ratkaisuksi kiinteistösijoitusyhtiöiden tilalle. Näiden ei pitäisi korreloida pörssin kanssa, vaan toimia suorien kiinteistösijoitusten tavalla, mahdollistaen hajauttamishyödyt. Tekstissä on kuvattu lyhyesti muitakin epäsuoran kiinteistösijoittamisen instrumentteja, mutta niihin ei tutkimuksessa keskitytä sen tarkemmin.

Pääomasijoittaminen ei ole käsitteellisesti määriteltävissä yksinkertaisesti. Eroavaisuudet terminologiassa eri aloilla, maissa ja kielissä aiheuttavat epäselvyyttä käsiteltävistä asioista. Tämä heijastuu myös välilliseen kiinteistösijoittamiseen, jonka sanasto tulee paljon pääomasijoittamisen maailmasta ja Yhdysvalloista. Kiinteistöpääomarahastoille on terminologiaerojen lisäksi paljon erilaisia käytäntöjä, lainsäädäntöjä ja rakenteita, joka tekee toimialan yleistämisestä välillä hankalaa. Tämä näkyi myös hyvin hajanaudessa lähdemateriaalissa. Laurialan (2005) ja Hidén & Tähtisen (2005) kirjojen lisäksi pääomarahastoista ei juuri ole päivitettyä kirjallisuutta Suomessa. Kumpikin näistä kirjoista tosin jättää kiinteistöpääomarahastot käsittelemättä. Tästä syystä tämän tutkimuksen lähteenä on käytetty paljon eurooppalaisia artikkeleita, joista varsinkin Brounenin ym. (2007) ja Falzonin (2003) artikkeleihin on viitattu usein muissa julkaisuissa.



Kuva 13 Kiinteistöpääomarahastojen kehittyminen.

Kiinteistöpääomarahastot ovat rakentuneet yhdistelemällä kahden kehittyvän alan ominaisuuksia: epäsuoran kiinteistösijoittamisen ja pääomasijoittamisen. Yhdistämällä näitä ominaisuuksia suomalaiseen lainsäädäntöön, on luotu kommandiittiyhtiömallinen kiinteistöpääomarahasto, joista ensimmäiset on käynnistetty vuonna 2005. Kuvassa 13 on kuvattu nykyisen mallin rakentumista, joka on johtanut tilanteeseen, jossa nuorella toimialalla ei ole toimintanormeja, lainsäädäntöä tai selkeitä toimintatapoja.

Kiinteistöpääomarahastot toimivat tällä hetkellä kommandiittiyhtiöinä lähinnä siksi ettei Suomen kiinteistörahastolaki tunne kiinteispääomaisia, institutionaalisille sijoittajille

suunnattuja, kiinteistöpääomarahastoja ollenkaan. (Hidén & Tähtinen 2005) Lain avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (AKL) toimivuutta pääomarahastoille pidetään kohtuullisena, mutta alalla on toiveita myös tilanteen parantamiselle. Käsitteelliset epäselvyydet ja eri toimijoiden omanlaiset käytännöt eivät ole omiaan lisäämään sijoittajien luottamusta alaan, varsinkaan laskusuhdanteen aikana, kuten käy ilmi tutkimuksen empiirisestä osiosta.

Kommandiittiyhtiömuotoisessa pääomarahastossa manageripalveluja tarjoava hallinnointiyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä ja sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä. Vastuukysymykset, rahaston toimintaan ja kontrollointiin liittyvät asiat sovitaan osakassopimuksessa, jonka allekirjoittaminen (*first closing*) päättää *varainhankintakauden* (*capital-raising period*). Koska managerilla on täysi kontrolli ja päättävä valta rahaston toiminnan suhteen, on kyse välillisestä sijoittamisesta, joka perustuu suuresti toimijoiden keskinäiseen luottamukseen. Tätä luottamusta manageri pitää yllä kehittyneillä raportointikäytännöillä. Tämä on erittäin tärkeää *aktiivisen sijoituskauden* (*commitment period*) aikana. Kiinteistöpääomarahastojen tuottopotentiaali ei ole niin suuri kuin muilla pääomarahastoilla, mutta niiden etuna on jatkuva ja hyvin ennustettavissa oleva vuokratassavirta. Tämän takia niiden, kuten muidenkin pääomarahastojen, merkittävimpiä sijoittajia ovat Suomessa institutionaaliset sijoittajat. Heillä on paljon vaatimuksia sijoitusten seurantaan, joka ohjaa suuresti managerien toimintaa.

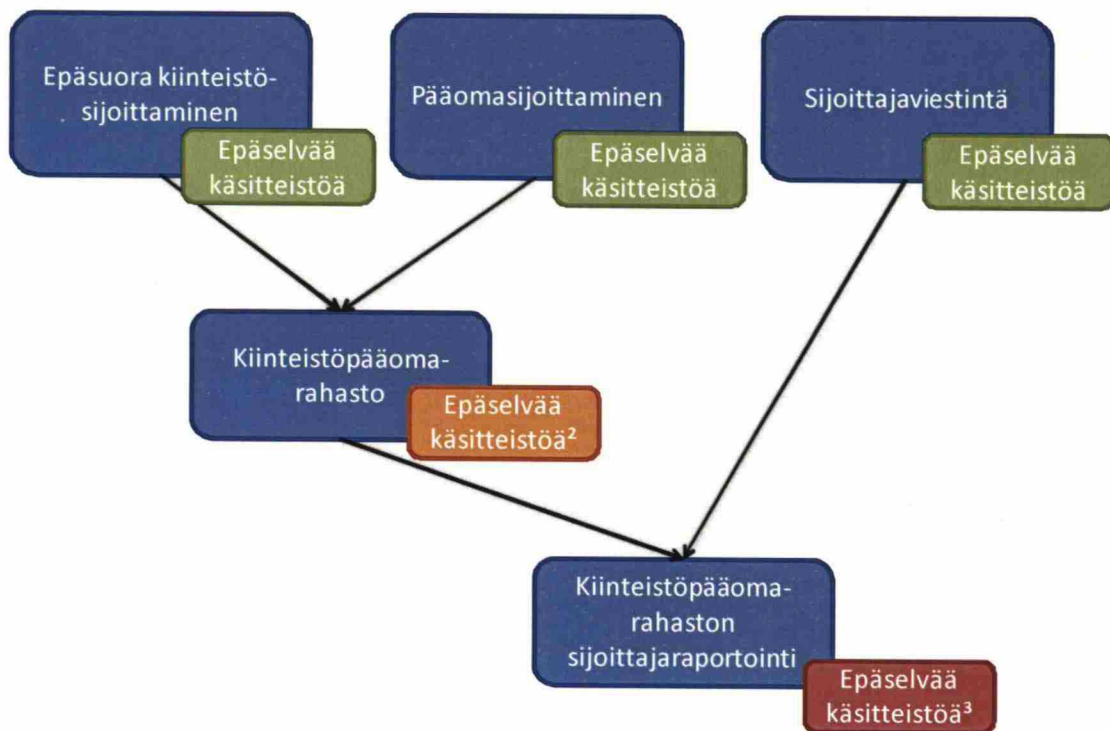
Kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaviestintää ja -raportointia on käsitelty tutkimuksen neljännessä luvussa. Kirjallisen sijoittajaraportoinnin lisäksi käydään luvussa läpi myös muuta kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaviestintää. Sijoittajaviestintää on aina ajateltava kokonaisuutena, joka näkyy hyvin myös empiirisen osan tuloksista. Kuten muissa tutkimuksen aihekokonaisuuksissa, sijoittajaviestinnässäkin törmättiin käsitteiden epäselvyyteen. Myös tässä selittävänä tekijänä on suurelta alan nuoruus. Suomessa sijoittajaviestinnästä (*investor relations, IR*) on puhuttu vasta 1990-luvulta lähtien. TKK:ssa on tutkittu listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajaviestintää (Livonen 1998; Hartikainen 2001), joita on käytetty tämänkin tutkimuksen lähdemateriaalina. Molempien töiden puutteina on kohtuullisen ohut analyysi- ja johtopäätösosio, jolloin varsinaisiin tekijöihin, jotka selittäisivät kiinteistösijoitusyhtiöiden heikkoa sijoittajaviestintää, ei niissä päästä.

Sijoittajaviestintä sisältää merkittävän määrän raportointia yrityksen tai rahaston taloudellisesta tilanteesta, jotta sijoittajat ja muut sidosryhmät pysyvät mahdollisimman informoituina. Kirjallisuudessa (Mars ym. 2000) pidetään onnistuneen sijoittajaviestinnän hyötyinä rahoituskustannusten pienenemistä ja yrityskuvan vahvistumista, joka estää valtausyriityksiä ja suojaa kurssilaskulta. Sijoittajaraportointi on helppo tapa parantaa sijoittajaviestintää (Vahouny 2004). Sijoitusmaailmaa kontrolloidaan ja valvotaan yleensä hyvin tarkasti. Tästä ovat esimerkkinä monenlaiset kattavat normistot lainsäädännöstä ohjeistuksiin ja itsesääteilyyn. Näitä ohjeistuksia (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys 2005) ja kiinteistösijoitusyhtiöitä koskevia tutkimustuloksia (Livonen 1998) on osiltaan käytetty lähtökohtana mietittäessä kiinteistöpääomarahastojen raportoinnin kehittämistä.



Muihin sijoitusmuotoihin verrattuna kiinteistöpääomarahastoja ei kontrolloida juurikaan (INREV 2008). Uskottava toiminta ja luotettavuus ovat hallinnointiyhtiöiden toiminnan kulmakiviä. Pienillä markkinoilla näillä yhtiöillä on usein muutakin toimintaa, joten maineenhallinta on tärkeää. Tämän takia niiden on panostettava raportointiin, vaikka siinä ei mitään lainsäädännöllisiä minimivaatimuksia olisikaan. Tämä parantaa myös kilpailukykyä, koska sijoittajat pitävät kiinteistöpääomarahastoja vaikeasti kontrolloitavina. Näin siitakin huolimatta, että Sahlmanin (1990) mukaan sijoittajaraportointi on yksi tärkeimmistä kontrollointimenetelmistä. Tässä tulee toki huomioida, että Sahlmanin julkaisu on huomattavan vanha verrattuna muuhun lähdeaineistoon. Suomessa finanssivalvonnan regulaatio pätee vain listattuihin instrumentteihin, eivätkä Sijoitusrahastoyhdistyksen ohjeet oikein koske kiinteistöpääomarahastoja. Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä määrittelee vain tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä yhtiömiesten suhdetta, joten kiinteistöpääomarahastojen raportointia ei Suomessa sinänsä määrittele mikään viranomainen. Täällä korostetaan kotitalouksien oikeuksia sijoittajina. Vaikka kiinteistöpääomarahastojen raportointia tai muuta toimintaa määritelläkään Suomessa lainsäädännön tai alan omien ohjeistusten tasolla, on alan kansainvälisillä järjestöillä omia suosituksiaan toimintanormeista. INREV (2008) ja NCREIF (2008) ovat osin alan toimijoiden painostuksesta tehneet varsin yksityiskohtaisia ohjeita sijoittajaraportoinnin eri osa-alueille. Molempien ohjeiden ongelmana on kuitenkin niiden hajanaisuus, INREV:n ohjeessa myös sen epäselvyys. Suosituksissa on ymmärrettävästi haluttu käsitellä raportointia laajasti, jotta kaikki asiat tulisivat otettua huomioon, mutta tämä johtaa hyvin epädynaamiseen konstruktion. Koska itse pidän sijoittajaviestintää osiensa summana, näen, ettei kaikkia sen keinoja voi sisällyttää kirjalliseen sijoittajaraportointiin. Yksi kustannustehokas tapa parantaa rahaston kokonaisviestintää on sijoittajaraporttien lisäksi järjestää sijoittajatapaamisia (Vahouny 2004). Monissa tutkimuksissa henkilökohtaiset tapaamiset, joko kahden kesken tai laajemmin, nähtiin selvästi yhdeksi tärkeimmäksi sijoittajaviestinnän keinoksi analyytikoiden ja sijoittajien näkökulmasta (Marston 1999; Marston ym. 2001; Marston 2008).

Koko tutkimusprojektiä on hidastanut sen aihealueiden hyvin vakiintumaton käsitteistö. Välilliseen kiinteistösijoittamiseen on tullut pääomasijoittamisen puolelta paljon erilaisia toimintoja ja sanastoja, jotka eivät vielä ole löytäneet omaa paikkaansa. Pääomasijoittamisen terminologia ja kiinteistöpääomasijoittamiseen liittyvä sanasto on Suomessa, ja maailmallakin, vielä kehittymätöntä. Kiinteistöpääomarahastoihin ja muuhun pääomasijoittamiseen liittyviä määrittelyjä on olemassa hyvin paljon. Alan toimijoiden kotisivuilla ([www.taloussanomat.fi](http://www.taloussanomat.fi); [www.porssisaatio.fi](http://www.porssisaatio.fi); [www.arvopaperi.fi](http://www.arvopaperi.fi); [www.fvca.fi](http://www.fvca.fi); [www.capman.com](http://www.capman.com); [www.evca.eu](http://www.evca.eu); [www.inrev.org](http://www.inrev.org)) olevissa sanastoissa samat asiat voidaan määritellä hyvinkin eri tavalla. Käsitteistön epäselvyyden moninkertaista vaikutusta kiinteistöpääomarahastoihin sen taustalla olevien alojen nuoruuden ja käsitteistön kehittymättömyyden takia kuvataan kuvassa 7.



Kuva 14 Käsitteistöepäselvyyden kerrannaisvaikutus.

Kiinteistöpääomarahaston elinkaaren eri osilla ei ole lähdeaineiston perusteella mitenkään yhteisesti sovittua nimitystä. Erilaisia määritelmiä rahaston eri toimikausille ja osa-alueille on liikaa. Selvyyden vuoksi tässä työssä käytetään tutkijan itsensä tekemiä määritelmiä, jotka on käyty läpi luvussa kolme ja esitellään vielä tarkemmin tutkimuksen synteesissä, tutkimustuloksina.



## 7 Empiirinen analyysi

Kirjallisen lähdemateriaalin tueksi tehtiin 12 asiantuntijahaastattelua, jotta kiinteistö pääomarahastojen raportoinnin kehittämiseen saataisiin mielipiteitä suoraan raporttien käyttäjiltä. Haastattelujen jälkeen kaikille haastatelluille lähetettiin lomakekysely, jossa oli kysymyksiä samoista aihealueista. Kysely keskittyi tunnuslukuihin, sijoitusneuvoston rooliin ja raportoinnin eroihin rahaston *aktiivisen sijoituskauden* (*commitment period*) ja sen jälkeisenä aikana, rahaston *vakiintumiskaudella*. Haastattelutilanteet onnistuivat tavoitteessaan ja asiantuntijoilta saatiin kerättyä mielipiteitä raportoinnista ja sen kehittamisestä. Lomakekyselyssä ilmeni pieniä eroja haastattelutilanteissa annettuihin vastauksiin, mikä selittyy osaksi kysymyksenasettelulla, osaksi käsitteiden epäselvyyteen liittyvillä asioilla.

Haastatteluiden haasteena oli haastateltavien hyvin erilainen kokemus kiinteistö pääomarahastoista ja niihin liittyvistä käsitteistä. Haastattelutilanteissa oli mahdollista käydä läpi käsitteitä ja epäselviä kohtia, mikä vähensi mahdollisten väärinkäsitysten määrää. Haastateltavat saivat puhua aihealueista hyvin vapaasti, mikä varmasti toi paljon uusia, haastattelijalle tuntemattomia, näkökulmia esiin. Nämä ovat puolistrukturoidun haastattelutekniikan etuja. (Patton 2002, s. 20–21). Haastatteluissa haastatteli tekee väistämättä myös omia tulkintojaan haastateltavan vastauksista. Itse asiassa purkaessaan haastattelunauhoitusta tai lukiessaan haastattelumuistiinpanojaan tutkija tekee toisen asteen tulkintaa ja kirjoittaessaan siitä analysoitua raporttia jo kolmannen. Tällöin tutkimusta lukeva henkilö tekee alkuperäiseen verrattuna neljännen asteen tulkintaa. (Hoikkala 1987, s. 174–175.) Tässä diplomityössä haastatteluiden litterointi tehtiin sangen tarkasti, jotta väärinymmärrysten määrä olisi minimaalinen. Osaa haastateltavista jouduttiin kuitenkin johdattamaan tiettyihin aiheisiin ja käymään läpi aiheen problematiikkaa raportoinnin kannalta. Tällaisia aiheita olivat esimerkiksi raportointinormiston puuttuminen ja sijoituksen kontrollointiin liittyvät asiat. Haastattelujen vastaukset luokiteltiin pääotsikoiden ja eri vastaajaryhmien mukaan. Luokittelun kautta haastatteluiden purkaminen koherenteiksi aihekokonaisuudeksi onnistui hyvin. Koska lähdeaineisto oli lopulta aika ohut ja tutkija joutui soveltamaan sitä aika paljon, on tässä tutkimuksessa voinut tutkijan oma näkemys vaikuttaa haastattelutilanteisiin. Näillä seikoilla on voinut olla vaikutusta tuloksiin.

Lomakekyselyn kysymysten asettelu tehtiin suurelta osin haastatteluiden tulosten perusteella. Tässä ei ihan onnistuttu, sillä vastaajia ei aina pakotettu priorisointiin tunnuslukuihin liittyvissä kysymyksissä. Tämän takia osa vastaajista valitsi kaikki tunnusluvut ehdottaman tärkeiksi. Toisaalta toisessa vastausmäärää oli rajoitettu viiteen tunnuslukuun, josta tuli kritiikkiä vastaajien taholta. Digiumin ohjelmisto ei ollut tekijälle entuudestaan tuttu, joten siitä ei saatu irti kaikkea hyötyä kysymysten asettelussa ja tulosten käsittelyssä. Tästä syystä lomakekyselyä ei voida pitää täysin onnistuneena.

Tiedon tarpeelle löytyi haastatteluiden kautta monta eri selittäjää. Yksi sitä määrittävä tekijä oli sijoittajien organisaatioiden sisäisen raportoinnin tarpeet. Sen ja operatiivisen kiinteistösijoittamisen tarpeiden erot olivat havaittavissa haastatteluissa ja

lomakekyselyissä, joskaan siinä ei enää niin voimakkaasti. Sijoituksen arvoa (NAV) pidettiin ehdottomasti tärkeimpänä tietona. Lomakekyselyssä eniten mainintoja saivat NAV-arvon lisäksi tilinpäätös, tase, pääomakutsut, vajaakäyttöasteet, IRR ja rahaston tuotto. Sijoituksen nettotuotosta puhuttiin haastatteluissa selvästi enemmän kuin mitä se sai mainintoja lomakekyselyssä. Moni haastateltava sanoi suoraan, että raportit ovat oikeastaan ainoa, vaikka eivät yksiselitteinen, tapa seurata sijoituksen kehitystä. Usean näkemyksen mukaan ulkoistetun sijoituksen idea on juuri siinä, ettei kaikkea tarvitse seurata itse koko ajan, eli on voitava luottaa managereihin. Raportit ovat yksi tapa pitää tätä luottamusta yllä. Raporttien lisäksi on managerin hoidettava myös muu sijoittajaviestintä, sillä raportit eivät mitenkään voi, eikä niiden pidäkään, kattaa kaikkea.

Sijoitusneuvoston tärkeyttä ei haastattelussa pidetty itsestäänselvytenä, mikä saattaa johtua siitä, että sitä ajateltiin vain päätöksenteon kannalta. Syynä on ollut myös hieman epätasallinen kysymyksenasettelu. Kysymyksenasettelua korjattiin lomakekyselyssä, jonka tuloksissa näkyikin selvästi, että sijoitusneuvostoa arvostetaan tiedonkulun kannalta, mutta varsinkaan *suurten* sijoittajien ryhmässä sen päätöksentekomahdollisuuksia ei pidetä suurina. Tässä voi olla taustalla näkemys siitä, että hyvän managerin on oletusarvoisesti aina kuunneltava suuria sijoittajia. On hyvä kysymys, miksi sijoittajaneuvostoa ei pidetty haastatteluissa niin tärkeänä. Luultavasti haastateltavat pohtivat sitä omaehtoisesti vain päätösvallan ja kontrolloinnin kannalta. Vaikka haastattelutilanteissa heiltä kysyttiin vapaan keskustelun merkitystä, eivät kaikki silti pitäneet sijoitusneuvoston merkitystä näissä keskusteluissa suurena. Tästä käy hyvin ilmi Suomen pienet markkinat ja se, kuinka täällä luotetaan toimijoihin muutenkin. Pienet markkinat mahdollistavat myös matalan kynnyksen muuhun yhteydenpitoon, jolloin formaalien tapaamisten merkitys ei ole niin suurta.

Suomalaisten kiinteistöpääomarahastojen raportteja pidettiin yleisesti tyydyttävänä, kuten myös niiden vertailtavuutta. Vertailtavuudesta on hankala vetää kunnollisia johtopäätöksiä, koska haastateltavilla oli niin erilainen kokemus raportoinnin suhteen. Selvästi se, että puolet haastateltavista ei tuntenut INREV:ä käsitteenä, kertoi, että alan standardisointi on vielä aika kaukana. Kustannusten ja arviointien suhteen mielipiteet jakautuivat. Kustannusten raportointia ei suuressa osaa haastatteluista pidetty kovin tärkeinä, vaikka esimerkiksi Haapion tutkimuksessa keväältä 2009, niitä pidettiin Suomessa liian suurina. Rahoitusrakenteesta ei haastatteluissa kysytty sijoittajilta suoraan, vaan se nousi esiin taloudelliseen raportointiin viittaavassa laskentakaavojen mukanaolosta koskevassa kysymyksessä ja käsiteltäessä raporttien vertailukelpoisuutta. Rahoitus ja siitä raportointi nähtiin varsinkin tulevien rahastojen suhteen hyvin kriittisenä asiana.

Haastateltaville esiteltiin hahmotelma mallista, jossa raportointi olisi tyyliältään ja frekvenssiltään erilaista rahaston elinkaaren eri vaiheissa. Tämän tyyppistä lähestymistä melkein kaikki haastateltavat pitivät hyvänä ja perusteltuna. Tämän työn pohjalta kehitetty malli esitellään tämän tutkimuksen synteessissä luvussa 8. Sijoittajaviestinnän ja talousraportoinnin rajapinta on hyvin tärkeä: mitä sijoittajat haluavat ja odottavat. (Mars ym. 2000, s. 47) Kuten pörssiyritysten, myös kiinteistöpääomarahastojen



managereiden on tärkeää olla selvillä sijoittajien näkökulmista. Näissä haastatteluissa sijoittajien näkökulma tuli hyvin esiin. Seuraava askel on haastateltavien näkemysten vieminen käytäntöön. Luvussa 8 esitellään erilaisia malleja hyvään kiinteistöpääomarahastoraportointiin.

## 8 Synteesi

Tässä luvussa esitellään kirjallisen analyysin ja empiirisen analyysin pohjalta tehty synteesi tutkimuksen lähdemateriaaleista. Tarkoituksena on yhdistää analyysien erilaiset osat yhdeksi kokonaisuudeksi. Koska tässä diplomityössä on loppujen lopuksi kyse empiriasta, haastateltavien asiantuntijoiden näkökulmista ja mielipiteistä, korostuu tutkimuksen kohteena olevan ilmiön käsitteellinen pohdinta. Laadulliset menetelmät toimivat ilmiötä selittävien ominaisuuksiensa takia parhaiten.

Kiinteistösijoittaminen on noussut varteenotettavaksi kilpailijaksi muille sijoitusmuodoille. Silti siinä on edelleen monia seikkoja, jotka tekevät siitä haasteellisen sijoitustavan, kuten tämän tutkimuksen toisessa luvussa on todettu. Tällaisia ovat esimerkiksi suuri yksikkökoko, heterogeenisuus, paikkasidonnaisuus, suuret transaktiokustannukset, jne. Näitä seikkoja voi yrittää välttää sijoittamalla kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeisiin. Mutta silloin ongelmana on näiden voimakas korrelointi muun pörssin kanssa, jolloin menetetään kiinteistösijoittamisella mahdollisesti haettu hajauttamishöyry. Hyvänä vaihtoehtona kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeille ovat kiinteistöpääomarahastot. Tällaisten rahastojen kautta on mahdollista sijoittaa epäsuorasti kiinteistöihin, ilman em. korrelaatiota. Sen sijaan hajauttamismahdollisuudet ovat huomattavasti suurempia, kuin suorissa, yksittäisissä kiinteistösijoituksissa.

Listamaattomien kiinteistöpääomarahastojen ongelmana on niiden rajoitettu likvidisyys, joka tekee niistä sijoituksina hankalia ja kooltaan suuria. Osuuksia kiinteistöpääomarahastoissa on hyvin vaikea myydä eteenpäin, eikä niillä varsinkaan Suomessa ole kunnollisia jälkimarkkinoita. Myös exit-vaiheet ovat monelle sijoittajalle ja hallinnointiyhtiöllekin vielä harmaata aluetta. Edelleen ongelmina voidaan pitää alan lyhyttä ikää ja standardien puutetta. Koska Suomessa alaa ei myöskään ohjaile minkäänlainen lainsäädäntö tai muu normisto, ovat sijoittajat vielä epävarmoja alan tulevaisuudesta. Lisäämällä läpinäkyvyyttä ja parantamalla sijoittajaviestintää, voidaan alalle luoda toimiva toimintakulttuuri, joka lisää sijoittajien luottamusta ja alan tunnettuutta.

Epäsuorassa sijoittamisessa on lähtökohtaisesti voitava luottaa eri osapuoliin, kuten hallinnointiyhtiöön. Haastatteluissa sijoittajat alleviivasivat voimakkaasti, ettei epäsuoraa sijoitusta voi sijoituspäätöksen jälkeen kontrolloida kunnolla. Suomalainen sijoittajakenttä on jo niin heterogeeninen ja tarpeiltaan erilainen, että kirjallinen rahastoraportointi ei millään voi vastata kaikkiin odotuksiin. Hyvä rahastomanageri käyttää kokonaisvaltaista sijoittajaviestintää, jotta tiedon asymmetriaa ei pääse syntymään. Sijoittajatapaamiset ovat kustannustehokas tapa kehittää viestintää ja ne toimivat erinomaisesti muun raportoinnin lisänä. Tässä työssä ei mietitty raportointia osana koko hallinnointiyhtiön konserniviestintää, vaikkakin yhtenäinen viesti on tärkeä osa sijoittajaviestinnän uskottavuutta.



## 8.1 Elinkaari

### 8.1.1 Käsitteistö

Terminologiasta on ollut hyvin hankala saada kokonaisvaltaista käsitystä. Tutkimuksessa on yhdistetty monta, suhteellisen nuorta toimialaa, joiden toimintakulttuurit ja -käsitteet eivät ole Suomessa vielä vakiintuneet. Osaksi tähän on vaikuttanut se, että terminologiaa on käännetty englannista suomeksi eri aikaan ja eri toimijoiden tekemänä. Erikielisen käsitteistön ja erilaisten käännösten yhdistelmä on osaltaan aiheuttanut sen, että sekaannuksia tulee koko ajan. Tämän työn tuloksena kiinteistöpääomarahaston elinkaaren eri vaiheille on annettu seuraavat suomenkieliset nimet, jotka on esitelty myös kuvassa 15:

#### *Varainhankintakausi (Capital-raising period)*

Tämän aikana manageri ja hallinnointiyhtiö markkinoivat rahastoa ja keräävät siihen sijoittajia sekä rahoitusta. Varainhankintakausi voi mennä päällekkäin aktiivisen sijoituskauden kanssa, jos rahastoon otetaan aktiivisella sijoituskaudella vielä uusia sijoittajia. Varainhankintakausi päättyy lopulliseen sulkemiseen, jonka jälkeen uusia sijoittajia ei enää oteta.

#### *Aktiivinen sijoituskausi (Commitment period)*

Aktiivinen sijoituskausi alkaa ensimmäisestä sulkemisesta, jolloin sijoituspäätöksen tehneet sijoittajat allekirjoittavat osakassopimukset. Aktiivinen sijoituskausi kestää yleensä 1–4 vuotta ensimmäisestä sulkemisesta. Aktiivinen sijoituskausi jatkuu lopullisen sulkemisen jälkeenkin.

#### *Vakiinnuttamiskausi*

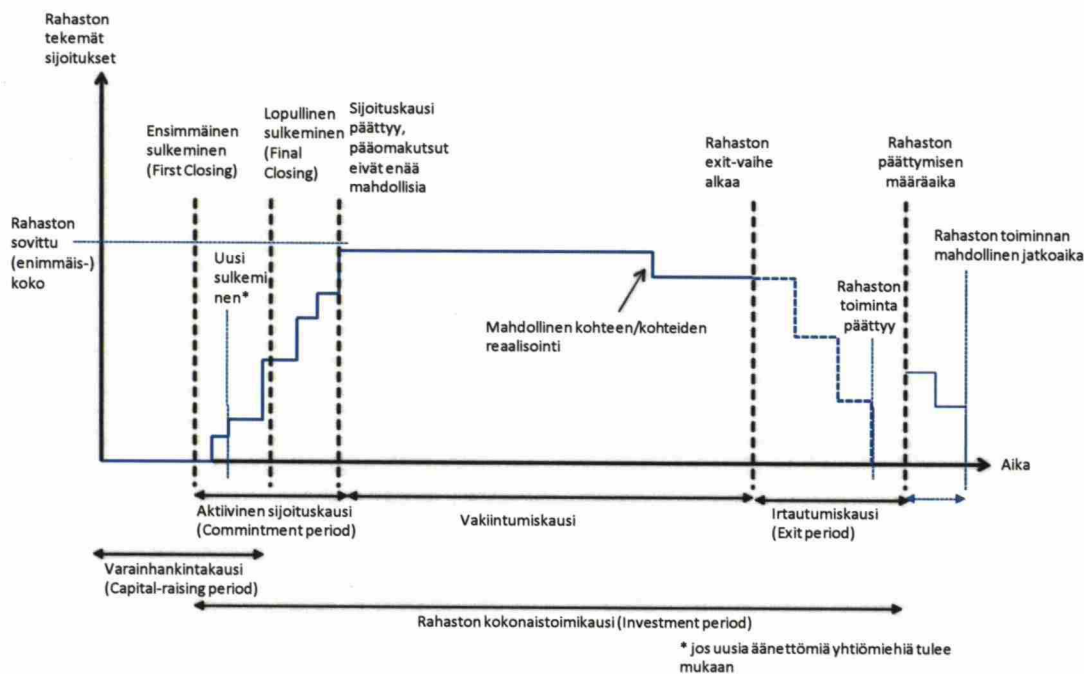
Aktiivisen sijoituskauden jälkeen alkaa rahaston vakiinnuttamiskausi, joka on samalla rahaston elinkaaren ajallisesti pisin osa. Tällöin tuoton pitäisi olla sijoittajille koko ajan varmaa, tasaista ja ennustettavissa olevaa. Rahasto voi myydä kohteita tämän kauden aikana, mutta lopullinen irtautuminen tehdään suunnitellusti vasta *irtautumiskaudella*. Tälle kaudelle ei ole olemassa englanninkielistä nimeä ja suomenkielinen nimi on tekijän käyttönottama.

#### *Rahaston kokonaistoimikausi (Investment period)*

Tämä kuvaa rahaston kokonaistoimikautta, joka alkaa aktiivisen sijoituskauden alussa ja päättyy rahaston toiminnan loppumiseen. Tämä on siis se kokonaissijoitusaika, johon sijoittajat ovat sitoutuneet.

#### *Irtautumiskausi (Exit period)*

Rahaston toiminnan lopettaminen ja sijoituksesta irtautuminen tapahtuvat rahaston elinkaaren viimeisessä osassa. Rahasto voi, sijoittajien niin sopiessa, jatkaa toimikauttaan muutamilla vuosilla.



Kuva 15 Kiinteistö-pääomarahaston elinkaari ja käsitteistö.

### 8.1.2 Raportointi elinkaaren eri vaiheissa

Kirjallisuuskatsauksen, haastattelujen ja tekijän oman näkemyksen perusteella kiinteistö-pääomarahaston elinkaaren eri vaiheissa sen toiminta vaihtelee niin paljon, että se on otettava huomioon sijoittajaraportoinnissa.

Aktiivisella sijoituskaudella raportoinnin tulee olla rahaston normaalivaihetta kevyempää, mikä samalla tekisi siitä nopeampaa ja mukautuvampaa yllättäviinkin tilanteisiin. Tutkimuksen perusteella on selvää, että kiinteistö-pääomarahastosijoittaminen ja sijoituksen seuraaminen perustuvat eri toimijoiden keskinäiseen luottamukseen. Rahaston toiminnan alkuvaiheessa managerin on tehtävä kaikkensa, jotta tätä luottamusta saadaan ylläpidettyä. Managerin onkin raportoitava aktiivisen sijoituskauden aikana rahaston tapahtumista erittäin tarkasti. Aktiivisen sijoituskauden aikana rahasto tekee kaikki kohdehankinnat, kutsuu sijoittajilta pääomia ja rahaston koko sekä arvo vaihtelevat hyvinkin nopeaan tahtiin. Tämän takia managerilta odotetaan säännöllisiä arvioita, esimerkiksi kerran kuukaudessa, markkinatilanteen vaikutuksista rahaston toimintaan ja hankintoihin liittyvien asioiden tilanteesta. Koska suomalaiset sijoittajat ovat kovin eri kokoisia voi pääomakutsujen ajankohdalla olla iso merkitys heidän omalle toiminnalleen. Hyvä manageri osaa ennustaa rahaston toimintaa ja hankintoja etukäteen noin puolen vuoden ajalle sekä välittää tämän tiedon sijoittajille. Yksi tärkeimmistä asioista on selvästi ja havainnollisesti raportoida sijoittajille heidän pääomasitoutuksestaan rahastoon; kuinka paljon on kutsuttu ja kuinka paljon sitoumusta on vielä jäljellä.



## Raportointi elinkaaren eri vaiheissa

Aktiivinen sijoituskausi	Rahaston vakiintumiskausi	Irtautumiskausi (exit)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Luottamuksen kerääminen</li> <li>• Kvartaaliraportointi</li> <li>• Kuukausikirjeet</li> <li>• Arvio tulevista tapahtumista</li> <li>• Pääomakutsut</li> <li>• Managerin analyysi salkusta suhteesta markkinoihin korostuu</li> <li>• Muut sijoittajaviestinnän keinot</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rahaston toiminta vakiintuu</li> <li>• Kvartaaliraportointi</li> <li>• Managerin arvio rahaston toteutuvasta kokonaistuotosta</li> <li>• Pääomakutsut eivät enää tärkeitä</li> <li>• IRR ja sijoitetun pääoman tuotto kuvaavat rahaston kokonaistuottoa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ei juuri käytännön kokemuksia Suomesta</li> <li>• Viestinnän erikoisvaihe</li> <li>• Mahdollisimman aikaisin managerin arvio exit-vaihtoehtoista</li> <li>• Managerin pidettävä kaikki sijoittajat ajan tasalla</li> <li>• Muut sijoittajaviestinnän keinot</li> </ul>

Kuva 16 Raportointierot elinkaaren eri vaiheissa.

Aktiivisen sijoituskauden jälkeen rahaston toiminta normalisoituu ja rahasto ei enää yleensä tee uusia hankintoja. Tämän myötä rahaston kassavirta on tasaisen positiivinen ja ennustettavissa. Sijoittajien pääomasitoumukset on käytetty, joten pääomakutsujen raportointi ei ole enää niin tärkeää. Raporteissa on tietenkin kerrottava, paljonko pääomia on yhteensä kutsuttu. Tutkimuksen perusteella sijoittajat haluavat raportoinnin tapahtuvan kvartaaleittain elinkaaren kaikissa vaiheissa. Rahaston tuoton kuvaaminen *aktiivisen sijoituskauden* aikana keräsi tutkimuksessa paljon erilaisia mielipiteitä, eikä niistä voida muodostaa mitään yleistettävää mallia, mutta rahaston *vakiintumiskauden* aikana sisäinen korkokanta (IRR) ja sijoitetun pääoman tuotto kuvaavat rahaston kokonaistuottoa hyvin ja niiden avulla rahaston tuottoa tulisi raportoida koko sen *vakiintumiskauden* ajan. Koska aktiivisen sijoituskauden aikana rahaston tulevaa tuottoa on vaikea arvioida, pitäisi managerin antaa siitä mahdollisimman asiantunteva arvio heti rahaston *vakiintumiskauden* alettua. Näin sijoittajille konkretisoituvat managerin lupaukset rahaston liiketoimintasuunnitelman toteutumisesta.

Vaikka rahaston *irtautumiskaudesta* ei kaikilla haastateltavilla ollut kokemuksia, on haastattelujen ja muun lähdeaineiston perusteella kuitenkin selvää, että sijoittajaviestinnän onnistuminen tässä rahaston toiminnan erikoisvaiheessa on erittäin kriittistä. Managerin vastuulla on kartoittaa exit-vaihtoehtoja, tiedottaa niistä sijoittajille ja ehdottomasti varmistaa, että kaikki sijoittajat saavat ajantasaista tietoa samaan aikaan. Tiedonkulun on toimittava mahdollisimman hyvin ja nopealla aikataululla, jotta tiedon asymmetriaa ei pääse syntymään. Irtautumiseen liittyy monia seikkoja, jotka suomalaisilla markkinoilla tulevat aktualisoitumaan vasta varsinaisten irtautumisten

tapahtuessa täällä. Tällöin sijoittajaviestintä tulee olemaan yksi näiden tilanteiden onnistumisen kulmakiviä.

## **8.2 Normisto**

Yhtenä tutkimuskysymyksenä oli selvittää kiinteistöpääomarahastoalan tarvetta normeilla ja regulaatiolle. Tutkimuksen kirjallisen ja empiirisen aineiston perusteella tämä on ehdottoman tärkeää. Koska epäsuora sijoittaminen perustuu toimijoiden keskinäiseen luottamukseen ja sen ylläpitoon, on oltava olemassa suorituksen minimitasoja ja toimintaa ohjaavia normeja, jotta minkäänlainen toiminnan arviointi ja valvonta on edes mahdollista. Standardisoinnin on aikaisemmissa tutkimuksissa todettu lisäävän sijoittajien luottamusta. Tässä tutkimuksessa tämä tuli selvästi ilmi empiirisen osan tuloksissa.

Kiinteistöpääomarahastojen normiston tulee olla johonkin kansainväliseen standardiin pohjaava. Ei ole kuitenkaan järkevänä kehittää Suomeen täysin omia standardeja, jotta sijoittajaraportointi olisi mahdollisimman vertailukelpoista. INREV ei saanut haastattelututkimuksessa varauksetonta kannatusta, eivätkä kaikki haastateltavat edes olleet kuulleet sen toiminnasta. INREV:n (2009) omassa tutkimuksessa 83 prosenttia rahastomanagereista pitää INREV:n suositusten käyttöönottoa tärkeänä. Tässä on kuitenkin kyseessä vain INREV:n jäsenorganisaatioiden mielipide. Tästä huolimatta kannattaisi alan raportointistandardia luoda eurooppalaisten kiinteistöpääomarahastojen raportoinnin pohjalta. Erilaiset kirjanpitostandardit eivät kuuluneet tähän tutkimukseen, joten INREV:n suositusten luotettavuutta ei ole arvioitu siltä kannalta.

## **8.3 Raporttirakenne**

Sijoittajaraportoinnista välittyvän tiedon relevanttius ja läpinäkyvyys on lähdekirjallisuuden ja empiirisen tutkimuksen mukaan erittäin tärkeää. Toisaalta myös managerilla menee huomattava määrä aikaa raporttien laatimiseen. (Topazio, 2007) Tämän takia on tarkoin harkittava, miten ja mistä tiedoista raportit koostetaan, jottei työmäärä kasva liialliseksi ja tietosisältö pysyy olennaisena. Moni sijoittaja piti hyvin tärkeänä, ettei raportoinnista tule liian raskasta hallinnointiyhtiölle tai liian kallista sijoittajille. Tämän tutkimuksen yhtenä tuloksena on muodostettu mallipohja kiinteistöpääomarahaston sijoittajaraportointiin. Se on tehty sekä kirjallisen että empiirisen osion pohjalta. Rahaston mallipohja on taulukossa 14.



Taulukko 14 Raporttirakenne.

Ehdottomasti vaadittavat elementit	
Rahaston perustiedot	Rahaston nimi ja yhteystiedot
	Rahaston aloittamispäivä
	Rahaston sulkemispäivä
	Rahaston rakenne (esim. listaamaton kommandiittiyhtiö)
	Rahaston strategia
Tiivistelmä (osa graafisesti)	Kutsuttujen pääomien määrä
	Kutsumattomien pääomien määrä
	Managerin analyysi salkusta ja tulevasta toiminnasta
	NAV-arvo
	Rahaston IRR ja sijoitetun pääoman tuotto
Taloudelliset tunnusluvut	Tilinpäätös
	Tase
	NAV-laskelma (kaava liitteenä)
	Tuottolaskelma
	IRR ja sijoitetun pääoman tuotto
	Loan-to-Value-arvo
Salkku	Pääomakutsujen tilanne sijoittajakohtaisesti
	Kiinteistökohteet <ul style="list-style-type: none"> <li>– hankinta-arvot</li> <li>– kirjanpitoarvot</li> <li>– vajaakäyttöasteet</li> <li>– tarkemmat kohdetiedot tarvittaessa</li> </ul> Rakennusvaiheessa olevat kohteiden arvostus mainittava selvästi
	Arviointitiedot
	Managerin analyysi salkusta
Muut	Investointiaikataulu
	Palkkiorakenne

Rahaston perustiedot ovat raportissa mukana luonnollisesti joka kerta. Perustietoihin sisältyvät rahaston nimi, yhteystiedot, aloitus- ja sulkemispäivämäärät, rahaston rakenne ja sen toimintastrategia. Jos rahaston strategia on kovinkin laaja, voi sen ilmoittaa vain kerran vuodessa. Raportin alussa sijoittajat toivovat saavansa tiivistelmä sivun, mistä on helppo ja nopea nähdä yleiskatsaus rahaston toiminnasta. Tiivistelmä sivulla on graafinen esitys pääomakutsujen tilanteesta, mielellään sijoittajakohtaisesti, NAV- ja IRR-arvot sekä managerin analyysi rahaston ajankohtaisesta toiminnasta.

Talouselukuja esittelevässä osiossa ovat tilinpäätös, tase, NAV-laskelma, rahaston tuottolaskelma sekä laskettuina IRR-arvo ja sijoitetun pääoman tuotto. Tämän lisäksi loan-to-value-arvo ja muut mahdolliset tiedot rahaston lainoista esitetään tässä kohdassa.

Pääomakutsut on ilmoitettava tiivistelmä sivun lisäksi kokonaisyhteen vetona rahaston sisältöä käsittelevässä osiossa. Kiinteistökohteet esitellään rahaston tarkoituksenmukaisella tarkkuudella. Niistä on kuitenkin oltava vähintään yleiset kohdetiedot hankinta-arvot, kirjanpitoarvot ja vajaakäyttöasteet. Tarkemmat kohdetiedot ilmoitetaan tarvittaessa. Rakennusvaiheessa olevat kohteiden arvostus on syytä ilmoittaa raportissa selvästi, jotta tämä asia ei jää sijoittajille epäselväksi. Raportissa on selvästi mainittava arviointiaikataulu ja -periaatteet sekä riippumattoman arvioinnin suorittaja. Tutkimuksessa selvästi tärkeäksi asiakokonaisuudeksi nousi managerin analyysi salkun ja markkinoiden suhteesta. Aktiivisen sijoituskauden aikana on hyvä käydä läpi myös tuleva investointiaikataulu siinä määrin, kun se on ennustettavissa. Rahaston palkkiorakenne on mainittava raportissa.



## 9 Johtopäätökset ja tutkimustulosten pohdintaa

Tässä tutkimuksessa on tehty laadullinen tutkimus kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportoinnin kehittämiseksi. Laadullisten tutkimusmenetelmien avulla voidaan tutkimuksen kohteesta saada syvällisempää tietoa kuin muilla tutkimusmenetelmillä. Laadullinen tutkimus sopiikin parhaiten niiden aihealueiden tutkimiseen, joista ei ole ennestään olemassa paljon tietoa. (Eskola & Suoranta 2003, s. 13) Kiinteistöpääomarahastojen lyhyt historia Suomessa on havaittavissa lähdemateriaalin vähäisyydessä ja sijoittajien erilaisissa, hyvinkin vaihtelevissa mielipiteissä rahastoja koskevista asioista. Tutkimuksen perusteella läpinäkyvyys ja standardisointi ovat yhä tärkeämpiä kilpailutekijöitä alalla. Sijoittajien vaatimukset kasvavat ja managerien on välttämätöntä parantaa toimintaansa. Haastattelut ja lomakekysely antoivat kuitenkin selviä merkkejä siitä, että alan standardisointi on haasteellista ja pääomarahastot monelle uusi, ja sen takia myös epäselvä sijoitusmuoto.

Tutkimusongelmaa lähestyttiin ensin kirjallisuustutkimuksen kautta. Kirjallisuustutkimuksessa käsiteltiin kiinteistösijoittamisen yleistä teoriaa ja käytiin läpi sen erikoispiirteitä. Tässä tulivat esiin suoran kiinteistösijoittamisen ongelmat, joista johdettiin tarve erilaisille epäsuoran kiinteistösijoittamisen instrumenteille. Kiinteistöpääomarahastojen rakenne ja toiminta ovat Suomessa vielä kehittymättä, joka aiheutti jo mainittuja ongelmia käsitteiden ja rahaston toiminnan kuvaamisen suhteen. Rahastojen sijoittajaraportoinnin teoreettinen tausta johdettiin yleisestä sijoittajaviestinnästä ja erilaisista pörssiyrityksille tarkoitetuista ohjeistuksista sekä kansainvälisten järjestöjen toimintaohjeista kiinteäpääomaisille kiinteistö-pääomarahastoille.

Diplomityön empiirinen osuus kartoitti kiinteistösijoittamisen asiantuntijoiden näkemyksiä kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointiin, sen sisältöön ja tarpeellisuuteen sekä kiinteistöpääomarahastojen muuhun sijoittajaviestintään. Sen lisäksi heille esiteltiin hahmotelma siitä, että sijoittajaraportointi olisi erilaista rahaston eri elinkaarien aikana. Asiantuntijoiden kanssa pohdittiin myös raportoinnin ja koko alan standardisointia ja normien puutteita. Haastattelujen tuloksia varmennettiin lomakekyselyllä. Empiiristä osion toteutusta häiritsi selvästi käsitteistön kehittymättömyys, joka aiheutti epäselvyyksiä asioiden käsittelyssä.

Tulosten kannalta on olennaista, että tutkimus tehtiin markkinoiden laskusuhdanteessa, koska muuten haastateltavien vastaukset olisivat voineet olla hyvinkin erilaisia. Laskusuhdanteen aikana sijoittajat kiinnittävät enemmän saamaansa palveluun ja sen tasoon. Noususuhdanteessa kaikki kiinteistöpääomarahastot tuottivat niin hyvin, ettei raportointiin kiinnitetty juurikaan huomiota. Laskusuhdanteen aikana myös managereilla on enemmän halua kehittää toimintojaan. Tutkimuksesta huomaa selvästi, että Suomen kiinteistöpääomarahastomarkkinat ovat loppujen lopuksi vielä hyvin pienet. Haastatteluissa usein sanottu ”nääh on tällaisia klubeja..” kuvaa hyvin alan ammattilaisten näkemystä kotimaan toiminnasta. Klubisijoituksessa asioita voidaan vielä tehdä kavereiden kesken ja kuulakärkikynällä, mutta markkinoiden kansainvälistyessä ja kasvaessa se ei enää ole mahdollista. Tutkimuksen tuloksissa

näkyä jo alan muutos. Vielä noin viisi vuotta sitten sijoittajia oli vähän ja he toimivat itse rahaston rahoittajina. Nykyään sijoittajia on useita kymmeniä ja rahoittajat joudutaan aina hakemaan sen piirin ulkopuolelta. Tällöin tämän tutkimuksen tulosten merkitys korostuu.

Kiinteistöpääomarahasto on tutkimuksen kirjallisuuskatsauksen perusteella hyvin tehokas ja toimiva kiinteistösijoittamisen väline. Sen avulla sijoittaminen voidaan ulkoistaa ja käyttää hyväksi hallinnointiyhtiön asiantuntemusta. Sen lisäksi rahastoissa on paljon suoran kiinteistösijoittamisen hyviä puolia, kuten ennakoitavat ja vakaat tulot. Ne eivät myöskään korreloi pörssin kanssa, kuten listatut kiinteistösijoitusyhtiöt ja ovat sijoittajille verotehokkaita. Kiinteistöpääomarahaston juridinen muoto on kommandiittiyhtiö, jossa hallinnointiyhtiö on vastuunalainen yhtiömies. Tämä johtuu suurelta osin siitä, ettei Suomessa ole mitään lainsäädäntöä kiinteäpääomaisille kiinteistö- tai muillekaan pääomarahastoille. Hallinnointiyhtiön kantaessa kaiken vastuun toiminnasta korostuu rahastorakenteessa luottamus sijoittajien ja hallinnointiyhtiön kesken.

Rahaston elinkaari jakaantuu eri kausiin, joissa rahasto toimii aina eri tavoin ja tavoittein. Nämä kaudet ovat **varainhankintakausi**, **aktiivinen sijoituskausi**, **vakiintumiskausi** ja **irtautumiskausi**. Sijoittajaraportoinnissa on selviä eroja näiden eri kausien aikana. *Varainhankintakaudella* rahasto myydään sijoittajille käyttäen markkinointiviestinnän keinoja, joita ei käsitelty sen tarkemmin tässä tutkimuksessa. *Aktiivisella sijoituskaudella* rahasto tekee paljon hankintoja ja kutsuu sisään pääomia. Tällöin managerin tekemien ratkaisujen perusteet ja tulevaisuuden suunnitelmat on välitettävä sijoittajille mahdollisimman tarkasti ja riittävän usein. *Aktiivisella sijoituskaudella* korostuvatkin kirjallisten raporttien lisäksi muut keinot, kuten sähköiset kuukausikirjeet, sijoittajatapaamiset ja muu epäformaali viestintä. *Aktiivisen sijoituskauden* aikana on onnistuneella viestinnällä pidettävä yllä sijoittajien luottamus managerin toimintaan. Rahaston tehtyä kaikki hankinnat alkaa rahaston *vakiintumiskausi*, jolloin pääomakutsuja ei enää tule eikä hankintoja tehdä. Tällöin toiminta vakiintuu, joka heijastuu myös sijoittajaraportointiin. Managerin on tärkeää tehdä arvio rahaston odotettavasta kokonaistuotosta heti *vakiintumiskauden* alussa. Rahaston elinkaari päättyy *irtautumiskauteen*, josta Suomessa ei vielä juuri ole kokemuksia. Tämän kauden aikana managerin on tärkeintä pitää kaikki sijoittajat ajan tasalla mahdollisista exit-vaihtoehtoista.

Koska kiinteistöpääomarahastoala on varsin nuori, on sen rakenne ja varsinkin käsitteistö vielä kehitysvaiheessa. Osaksi tämän takia suurin osa haastatelluista sijoittajista oli sitä mieltä, että kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointille olisi hyvä olla olemassa omat normit tai toimintaohjeet. Vaikka ala on Suomessa varsin nuori, olisi alan luotettavuuden ja toimivuuden lisäämiseksi kehitettävä kiinteistöpääomarahastoille omat pelisäännöt sijoittajaraportointiin. Standardisoinnin on yleisesti todettu lisäävän sijoittajien luottamusta, joka myös lisää pääomien määrää alalla. Kiinteistöpääomarahastoalan on mahdollisimman pian otettava käyttöön enemmän yhteisiä toimintatapoja. Tässä työssä esitetty raporttimalli ja muut tulokset voivat toimia yhdessä kansainvälisten järjestöjen suositusten kanssa hyvänä



esimerkkinä siitä, miten kiinteistöpääomarahastoista on raportoitava sijoittajille. Mutta kiinteistöpääomarahastojen sijoittajaraportointi on selvästi vain yksi osa suurempaa kokonaisuutta, johon kuuluvat sijoittajatapaamiset, sijoittajaneuvoston kokoukset, kuukausikirjeet, puhelut ja vapaamuotoinen kanssakäyminen eri osapuolten kesken. Kaiken epäsuoran sijoittamisen kulmakivenä on toimijoiden luottamus toisiaan kohtaan. Sijoittajaraportointi on yksi tapa pitää tätä luottamusta yllä.

On huomioitava, että sijoittajaraportoinnin kehittäminen on jatkuva prosessi. Markkinatilanteen, sijoituskohteiden, lainsäädännön, sijoittajien odotusten ja vaatimusten sekä muiden fundamenttien muuttuessa muuttuu myös sijoittajaraportointi. Kehittämisestä on syytä käydä jatkuvaa vuoropuhelua niin managerin ja sijoittajien välillä kuin alan toimijoiden kesken yleisemminkin. Tavoitteena kuitenkin on alan ja sen luotettavuuden kasvaminen, joka onnistuu parhaiten yhteistyön kautta.

## **9.1 Tutkimuksen arviointi**

Analysoitaessa lopputuloksia on muistettava, että kaikki laadullisen tutkimuksen aineisto, joka pelkistetyimmillään on siis tekstiä, voi olla syntynyt tutkijasta riippuen tai riippumatta. (Eskola & Suoranta 2003, s. 15) Laadulliseen tutkimukseen on sovellettava toisenlaisia yleistämisperiaatteita, kuin tilastollisen yleistämisen periaatteita. Sinänsä kaikki laadulliset tutkimukset ovat yksittäistapauksia, mutta niiden kattavan aineiston pohjalta tehtyjen tulkintojen perusteella voidaan yleensä kuitenkin tehdä tiettyjä osakokonaisuuksia kattavia analyyseja. (Eskola & Suoranta, 2003, s. 65–68) Niin kutsutut *vertailuasemat* tätä tutkimusta varten olivat huonot, koska aihealueesta ei suoraan löytynyt tutkimusmateriaalia. Yleistettävyyden ehdot täyttyvät kuitenkin aina tietyin osin niin, että niitä on voinut soveltaa tämän tutkimuksen lähdeaineistona. Suomessa kiinteistösijoittamisalan kehitys on myös tapahtunut ajallisesti niin nopeasti, ettei kaikkia aikaisemmin tehtyjä tutkimuksia voi pitää enää *siirrettävinä*. Tämä seikka huomioitiin jo kirjallisuusanalyysissa (ks. luku 7).

Tutkimustulosten uskottavuutta parantaa se, että haastattelujen lisäksi tietoa kerättiin lomakekyselyn avulla. Uskottavuus tarkoittaa sitä, että tutkija tarkistaa vastaavanko hänen tulkintansa tutkittavien käsityksiä. Tässä tutkimuksessa uskottavuus parani siitäkin huolimatta, että empiirisessä osuudessa oli nuoreen alaan liittyviä haasteita, kuten käsitteistön epäselvyyksiä. Koska tutkimustuloksissa on hyvin paljon tutkijan omaa tulkintaa ja johtopäätöksiä, eikä mitään muita vastaavanlaisia akateemisia tutkimuksia ole olemassa, ei tutkimustuloksia voi pitää vielä kovin vahvoina. Tutkimustulokset otetaan käyttöön ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy:n kiinteistöpääomarahastoissa vuoden 2010 aikana, jolloin tulosten toimivuus testataan ja niiden yleistettävyys mahdollisesti vahvistuu.

## **9.2 Jatkotutkimusaiheita**

Tässä tutkimuksessa on tutkittu listaamattomien ja kiinteäpääomaisten kiinteistöpääomarahastojen raportointia ensimmäistä kertaa Suomessa. Tutkimus on varmasti ensimmäisten joukossa myös kansainvälisesti. Tämän takia tutkimuksessa on

tehty lähinnä yleiskatsaus raportointiin ja sen kehittämiseen. Raportointiin olisi syytä syventyä seuraavissa tutkimuksissa enemmän, ottaen huomioon sen toimiala, sijoituskohteet ja sijoittajasegmentti. INREV:n jäsentutkimuksessa vuodelta 2009 sijoittajat ja managerit pitivät rahoitukseen liittyviä teemoja yhtenä tärkeimmistä, kun pohdittiin kiinteistöpääomarahastojen tulevaisuutta (INREV 2009). Nämä teemat nousivat esiin lähinnä *suurten* sijoittajien taholta haastatteluiden aikana. Ne sijoittajat, joilla oli kokemusta kansainvälisistä markkinoista, pitivät raporteissa tärkeänä pääoman rakenteen tarkastelua. Tulevaisuudessa rahastojen rahoitusrakenteeseen on kiinnitettävä enemmän huomiota ja niissä on monia erilaisia tutkimuskohteita. Osakassopimuksiin, kovenantteihin ja muihin erikoisehtoihin on myös syytä perehtyä suomalaisen kiinteistöpääomarahastoalan kansainvälistyessä tulevaisuudessa. Tämän tutkimuksen perusteella myös *irtautumiskautta* ja mahdollisia exit-vaihtoehtoja pitäisi tutkia vielä lisää. Tällöin nousee varmasti erinomaisen paljon kysymyksiä liittyen vastuisiin, kokonaistuottoon ja sen laskemistapaan sekä tiedonkulkuun. Tässä työssä ei otettu huomioon lainsäädännön mahdollisiin muutoksiin tai verotukseen liittyviä kysymyksiä. Niihin liittyvät seikat tulevat varmasti vaikuttamaan kiinteistöpääomarahastojen toimintaan ja sijoittajaraportointiin lähitulevaisuudessa, joten niihin liittyvä jatkotutkimus olisi tarpeellista.



## **LÄHDELUETTELO**

**Andersson, Seth C. & Born, Jeffery A.**

Closed-end Fund Pricing, Theories and Evidence. Kluwer Academic Publishers, London, 2002.

**Apeseche, Frank, P.**

Today's Real Estate Private Equity Funds, Why A Successful Long Term Alignment Exists Between Investors and Sponsors White Paper, 2008  
<http://www.pionline.com/assets/docs/CO3792121.PDF>

**Baik, Bok & Billings, Bruce K. & Morton, Richard M.**

Reliability and Transparency of Non-GAAP Disclosures by Real Estate Investment Trusts (REITs), The Accounting Review, Mar 2008.

**Brounen, Dirk & Cools, Tom J. R. & Schweitzer, Mark**

Information Transparency Pays: Evidence from European Property Shares, Real Estate Finance, Summer 2001.

**Brounen, Dirk & Op 't Veld, Hans & Raitio, Ville**

Transparency in the European Non-listed Real Estate Funds Market, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 13, No. 2, 2007.

**CapMan**

CapMan Oyj:n vuosikertomus 2007.

**Caselli, Stefano & Gatti, Stefano (editors)**

Venture capital : a Euro-system approach, Springer, Berlin, 2004.

**Cammarano, N. & Klink, J.**

Real Estate Accounting and Reporting; A Guide for Developers, Investors, and Lenders, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons Inc, 1995.

**Chang, Millicent & D'Anna, Gino & Watson, Iain & Wee, Marvin**

Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry?, Australian Journal of Management, s. 375–389, 2008.

**Darst, David M.**

The Art of Asset Allocation, Second Edition, Principles and Investment Strategies for Any Market, McGraw-Hill, cop, New York, 2008.

**Duff, Nick & George, Claire**

Taking stock of private funds. IPE Real Estate Magazine, Private funds report, Summer 2004.

**Eskola, Jari & Suoranta, Juha**

Johdatus laadulliseen tutkimukseen, Vastapaino, Jyväskylä, 2003.

**Falkenbach, Heidi & Kiehelä, Sami**

Development of the Public Real Estate Equity Investment Sector in Finland, Working paper from FIG Working Week 2008, Stockholm, Sweden, 14-18 June 2008.

[http://www.fig.net/pub/fig2008/papers/ts06e/ts06e\\_02\\_falkenbach\\_kiehela\\_2789.pdf](http://www.fig.net/pub/fig2008/papers/ts06e/ts06e_02_falkenbach_kiehela_2789.pdf)

**Falkenbach, Heidi & Rouhento, Jussi**

A case on fund management, Helsinki University of Technology, Real Estate Research Group, 2009.

**Falzon, Robert & Halle, Marc & McLemore, Richard**

Private Equity Investment Opportunities in Real Estate, The Journal of Private Equity, Spring 2003.

**Kiinteistötalouden instituutti**

The Finnish Property Market 2009, Kiinteistötalouden instituutti, 2009.

<http://www.kti.fi/pdf/FPM2009.pdf>

**Flick, Uwe**

An Introduction to Qualitative Research, Third Edition, SAKE Publications, 2006.

**Suomen pääomasijoitusyhdistys ry**

FVCA:n vuosikirja 2008–2009, Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, Forssa, 2008.



**Hartikainen, Oskari**

Noteerattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoittajainformaatio Suomessa, Investor Relations of the Quoted Property Companies in Finland, Diplomityö, TKK / Maanmittausosasto, Espoo, 2001.

**Herzen, Kaj von**

Kontrollimekanismit pääomarahaston hallinnoijan ja sijoittajien välisessä suhteessa, Pro gradu, HKKK, Helsinki, 2002.

**Hidén, Paulus & Tähtinen, Jyrki**

Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta, Talentum, Helsinki, 2005.

**Higgins, Richard B.**

Best practices in global investor relations: the creation of shareholder value, Qurum, Lontoo, 2000.

**Hirsijärvi, S & Hurme, H.**

Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoriaa ja käytäntöä, Yliopistopaino, Helsinki, 2000.

**Hoesli, Martin & Camilo, S. Moreno**

Securitized Real Estate and its Link with Financial Assets and Real Estate: An International Analysis, Journal of Real Estate Literature, Vol. 15, No. 1, 2007.

**Hoesli, M. & Lekander, J.**

Real Estate Portfolio Strategy and Product Innovation in Europe. Journal of Property Investment & Finance. Vol. 26, No. 2, s. 162–176, 2008.

**Hoesli & MacGregor 2000**

Hoesli, Martin & MacGregor, Bryan D.: Property Investment, Principles and Practice of Portfolio Management, Pearson Education Limited, 2000.

**Hoikkala, Tommi (toim.)**

Kieli, kertomus, kulttuuri, Gaudeamus, 1987.

**Hudson-Wilson, Susan & Fabozzi, Frank J. & Gordon, Jaques N.**

Why Real Estate? An expanding role for institutional investors. The Journal of Portfolio Management, Special Issue 2003.

**Hudson-Wilson, Susan**

A Note on Defining "Core" Real Estate – "What's the Quadrants Got To Do, Got To Do, With It?" Real Estate Finance, Volume 12, Number 3, Fall 1995.

**ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy**

Kiinteistö pääomarahastoraportit vuosilta 2006. 2007, 2008 ja 2009.

**Iivonen, Mikko**

Sijoitusinformaatio kiinteistö sijoitusyhtiöiden vuosikertomuksissa, Diplomityö, TKK / Maanmittausosasto, Espoo, 1998.

**European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV)**

Investment Intentions Survey, INREV 2008

**European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV)**

Investment Intentions Survey, INREV 2009

**European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV)**

Reporting Guidelines, INREV 2008

**Jaffe, A. & Sirmans, C.**

Fundamentals of Real Estate Investment, 3<sup>rd</sup> Edition, Prentice-Hall, New Jersey, 1995.

**Kaleva, Hanna & Olkkonen, Olli**

Kiinteistöjen arvopaperistaminen Suomessa, SITRA ja Kiinteistötalouden instituutti, Helsinki, 1996.

**Kaleva, Hanna & Lahti, Ari & Miettälä, Asko**

Kiinteistöjen arvopaperistaminen. SITRA ja Kiinteistötalouden instituutti, Turku, 1995.



**Kare, Maria**

Epäsuorien kiinteistösijoitusinstrumenttien valintakriteerit, Diplomityö, Teknillinen korkeakoulu, Espoo, 2004.

**Kariola, Raija & Niemelä, Jaakko & Angervuo, Hannu**

Yritys sijoittajamarkkinoilla : sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet, WS Bookwell Oy, Helsinki, 2004.

**Kerbs, Kristian**

Rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus ja rahasto-osuuksien markkinointi, Helsinki School of Economics, Laskentatoimen ja rahoituksen laitos (Department of Accounting and Finance), 2008.

**Kuosmanen, Petri**

Asunto- ja osakesijoitukset optimaalisessa portfoliossa (Residential and stock investments in optimal portfolio), Working Papers 2, University of Vaasa, Department of Economics, 2002.

**Lang, Mark & Lundholm, Russell**

Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure, Journal of Accounting Research, Vol. 31, No. 2, Autumn 1993.

**Lauriala, Jari**

Pääomasijoittaminen, Edita, Helsinki, 2004.

**Madlem, P. & Sykes, T.**

The International Encyclopedia of Mutual Funds, Closed-End Funds and Real Estate Investment Trusts, Glenlake, Chicago, 2000.

**Marcus, Bruce W. & Wallace, Sherwood Lee**

New dimensions in investor relations : competing for capital in the 21st century, Wiley, New York, 1997.

**Mars, Minna & Virtanen, Marjatta & Virtanen, Olli V.**

Sijoittajaviestintä strategisena työkaluna, Edita, Helsinki, 2000.

**Marshall, Catherine & Rossman, Gretchen B.**

Designing qualitative research, 4. ed. Thousand Oaks, CA : Sage, 2006.

**Marston, Claire**

Investor relations meetings: views of companies, institutional investors and analysts, Accounting & Business Research, Vol 29, Issue 4, Autumn 1999.

**Marston, Claire**

Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies, Accounting and Business Research, Vol. 38, No. 1, 2008.

**Marston, Claire & Straker, Michelle**

Investor Relations: A European Survey, Corporate Communications; 2001.

**National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF)**

Fund Reporting Standards, NCREIF 2008.

**Partanen, Jani**

Arvopaperistaminen ja CDO-lainat, Pro Gradu, Lappeenrannan teknillinen yliopisto, 2008.

**Pasanen, Timo**

Real estate as a portfolio diversifier: Evidence from Finland, Helsinki School of Economics, Laskentatoimen ja rahoituksen laitos (Department of Accounting and Finance), 2005.

**Patton, Michael Quinn**

Qualitative Research & Evaluation Methods, 3rd edition, Sage publications, 2002.

**Pirskanen, Antti**

Tactical investing in U.S. real estate investment trusts. Momentum effect and diversification benefits, Helsinki School of Economics, Laskentatoimen ja rahoituksen laitos (Department of Accounting and Finance), 2008.



**Puttonen, Vesa & Kasanen, Eero**

Suomalaisten pörssiyritysten sijoittajaviestintä 1994, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki, 1994.

**Puttonen, Vesa & Kasanen, Eero**

Pörssiyritysten sijoittajaviestintä 1995, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki, 1995.

**Puttonen, Vesa & Sarkki, Elina**

Pörssiyritysten sijoittajaviestintä 1996, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki, 1996.

**Puttonen, V. & Kivisaari, T.**

Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa, KY-palvelu Oy, Helsinki, 1997.

**Puttonen, V. & Repo, E.**

Miten sijoitan rahastoihin, 4. uudistettu painos, WSOY, Helsinki, 2003.

**Rouhento, Jussi**

Kiinteistöpääomarahaston hallinnointi- ja managementriskit, Licensiaatintyö, Teknillinen korkeakoulu, Espoo, 2007.

**Rose, Philip**

Benchmarking in private, IPE Real Estate Magazine, Private funds report, Summer 2004.

[http://www.ipe.com/magazine/benchmarking-in-private\\_16939.php](http://www.ipe.com/magazine/benchmarking-in-private_16939.php)

**Sahlman, William A.**

"The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations." Journal of Financial Economics 27, no. 2 1990.

**Seiler, Michael J.; Webb, James R. & Myer, F.C. Neil**

Diversification Issues in Real Estate Investment. Journal of Real Estate Literature, July 1999.

**Suárez, José Luis**

European Real Estate Markets, Palgrave Macmillan, 2009.

**Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry**

Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry:n suositukset pörssiyhtiöiden tilinpäätöstietojen julkaisusta, Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry, 2005.

**Sujan, Ahmed & Abeysekera, Indra**

Intellectual Capital Reporting Practices of the Top Australian Firms, Australian Accounting Review, Vol. 17, No 2, 2007.

**Thusberg, Jussi**

Indirect property investment vehicles in the Finnish markets, Pro Gradu, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki, 2003.

**Topazio, Nick**

Investor Relations, Financial Management, Dec 2006/Jan 2007.

**Tuomi, Jouni & Sarajärvi, Anneli**

Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi, 5. painos, Tammi, Jyväskylä, 2009.

**Tuominen, Pekka**

Management of Corporate Investor Relations, Publications of the Turku School of Economics and Business Administration, Turku, 1995.

**Tynkkynen, Johanna**

The development of investor relations function during the process of company internationalization: evidence from four Finnish OMX Nordic Stock Exchange Helsinki listed companies, Helsinki School of Economics, Markkinoinnin ja johtamisen laitos (Department of Marketing and Management), 2008.

**Vahouny, Karen**

Opportunities for Improvement, Communication World, May/Jun 2004.

**Wengraf, Tom**

Qualitative Research Interviewing, SAGE Publications, London, 2001.



**Yin, Robert K.**

Case study research : design and methods, Thousand Oaks (Calif.): Sage Publications, 2009.

**Lainsäädäntö:**

Kiinteistörahastolaki 19.12.1997/1173

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495

Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48

Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä 29.4.1988/389

Hallituksen esitys 202/1998

Luonnos AIFM-direktiivistä

[http://www.borenus.com/static/download/BK-download\\_gallery\\_2009/AIFM-direktiiviluonnos.pdf](http://www.borenus.com/static/download/BK-download_gallery_2009/AIFM-direktiiviluonnos.pdf) Katsottu 22.7.2009

**Internetissä olevat sanastot:**

National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF): Glossary

<http://www.ncreif.com/pdf/Glossary2006.pdf> käyty 2.8.2009

Taloussanomat

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja>

Pörssisäätiö

<http://www.porssisaatio.fi/sanasto/> käyty 2.12.2009

Arvopaperi-lehti

<http://www.arvopaperi.fi/oppaat/article78619.ece> käyty 2.12.2009

Suomen pääomasijoitusyhdistys

<http://www.fvca.fi/?pageid=37&parent0=7> käyty 12.10.2009

Capman Oyj

<http://www.capman.com/Fi/AboutCapMan/OperatingEnviroment/Vocabulary> käyty 2.12.2009

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)

<http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982> käyty 2.12.2009

INREV

[http://www.inrev.org/index.php?option=com\\_coredef&Itemid=5](http://www.inrev.org/index.php?option=com_coredef&Itemid=5) käyty 4.8.2009

Amanda Capital

<http://www.amandacapital.fi/www/page/sanasto> käyty 2.12.2009



## Liitteet

### Liite 1. Lista haastateltavista.

Jorma Haapamäki	Leopold varainhoito	8.10.2009	57 min
Marja Mäki-Lohiluoma, kiinteistösijoituspäällikkö	Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	12.10.2009	52 min
Timo Stenius, sijoitusjohtaja	Eläke-Fennia	13.10.2009	60 min
Markku Holma, kiinteistöpäällikkö	Apteekkien eläkekassa	13.10.2009	47 min
Yrjö Palotie, hallituksen puheenjohtaja ja asiamies	Paolon säätiö	14.10.2009	39 min
Ralf Sunell, asiamies	Suomen Kulttuurirahasto	15.10.2009	45 min
Timo Sotavalta, kiinteistöjohtaja	Etera	15.10.2009	73 min
Ville Raitio, CFA Investment Manager	ATP Real Estate	15.10.2009	62 min
Hannu Hokka, toimitusjohtaja	VR Eläkesäätiö	16.10.2009	47 min
Johannes Edgren, analyytikko	Valtion Eläkerahasto	19.10.2009	46 min
Mikko Elosuo		21.10.2009	77 min
Pami Pihlström, kiinteistöjohtaja	Pohjola kiinteistösijoitus Oy	22.10.2009	66 min

## Liite 2. Haastattelukysymykset

1. Millainen kiinteistösijoitusorganisaationne on?

- Montako henkeä?
- Millainen kokemus?

Millaisia sijoituskohteita?

2. Mitä rahastoraportoinnin tietoja käytätte hyväksenne päätöksenteossa ja rahaston seuraamisessa?

- tunnusluvut
- salkun sisällön kuvaus
- käyttöasteet
- analyysia markkinoista tai salkusta

Mitkä eri tahot organisaatiossanne hyödyntävät tietoja?

3. Mitkä tekijät vaikuttavat tarvittavan tiedon määrään?

- rahaston koko?
- oma kokemus?
- key-person?
- sijoitusneuvostossa oleminen?

4. Ovatko kaikki hallinnointiyhtiöiden käyttämät käsitteet mielestänne tarpeeksi selkeitä? Ovatko raportit mielestänne vertailukelpoisia muiden vastaavien tuotteiden kanssa?

5. Tarvitaanko raportoinnin lisäksi muita kontrollivälineitä?

- Kovenantit
- Osakassopimukset

6. Millaista sijoittajaviestintää olette saaneet kiinteistösijoittamisessa rahastoraporttien lisäksi? Millaista toivoisitte saavanne? Millaisia hyviä raportointikäytäntöjä on tiedossanne?

- Sijoitusneuvosto
- Muut tapaamiset
- Itse/muiden tekemät analyysit

7. Miten rahaston kustannukset pitäisi mielestänne esitellä raportissa?



8. Oletteko tietoisia rahaston kohteiden arviointiperiaatteista?
  - Miten usein rahaston arvo pitäisi päivittää?
9. Miten raportoinnin pitäisi erota rahaston eri elinkaaren vaiheissa?
10. Pitäisikö Suomessa olla pääomarahastojen raportointia määrittelevä normisto?
  - Jos kyllä, niin kenen se pitäisi määrittää

Tunnetteko INREV:n toimintaa?

### Liite 3. Lomakekysely.

**Mitä seuraavista tiedoista tarvitaan ehdottomasti hallintoa (kirjanpito, back-office, jne.) varten?**

Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expenct-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä

**Mitkä seuraavista eivät ole hallinnon (kirjanpito, back-office, jne.) kannalta niin tärkeitä, mutta niiden olisi silti hyvä olla mukana raportissa em. hallinnon kannalta? Jos muita tietoja ei tarvita, voi tämän jättää tyhjäksi.**

Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expenct-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä



**Mitä seuraavista tiedoista tarvitaan ehdottomasti sijoituksen seuraamista varten?**

Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expencc-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä

**Mitkä seuraavista eivät ole sijoituksen seuraamisen kannalta niin tärkeitä, mutta niiden olisi silti hyvä olla mukana raportissa sijoituksen seuraamista ajatellen? Jos muita tietoja ei tarvita, voi tämän jättää tyhjäksi.**

Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expencc-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä

**Pitäisikö NAV-laskelman laskukaava olla raportin liitteenä?**

Kyllä
Ei

**Arvioikaa, miten seuraavat väittämät pitävät paikkansa sijoitusneuvostojen suhteen. Ei haittaa, vaikka ette olisi toimineet sijoitusneuvostossa.**

**Sijoitusneuvostolla on paljon päätäntävaltaa**

Täysin samaa mieltä
4
3
2
Täysin eri mieltä
En osaa sanoa

**Kokouksissa käydään läpi tärkeitä asioita, joista muuten ei välttämättä saisi kuulla**

Täysin samaa mieltä
4
3
2
Täysin eri mieltä
En osaa sanoa

**Sijoitusneuvostossa käsitellään asioita, jotka eivät tule ilmi rahastoraportissa**

Täysin samaa mieltä
4
3
2
Täysin eri mieltä
En osaa sanoa

**Sijoitusneuvosto on tärkein keino saada tietoa sijoituksesta ja rahaston toiminnasta**

Täysin samaa mieltä
4
3
2
Täysin eri mieltä
En osaa sanoa

**Osakaskokoukset ja muut kaikille sijoittajille suunnatut tapahtumat ovat tärkeämpi keino saada tietoa rahastosta kuin sijoitusneuvosto**

Täysin samaa mieltä
4
3
2
Täysin eri mieltä
En osaa sanoa

**Pitäisikö suomalaisilla kiinteistöpääomarahastomarkkinoilla olla oma lainsäädäntö, joka määritteli esim. niiden raportointia?**

Kyllä
Ei
Muu kommentti

**Pitäisikö suomalaisilla kiinteistöpääomarahastomarkkinoilla olla oma standardi/ohjeistus siitä, miten rahastojen tulee toimia ja hoitaa sijoittajaraportointia? Tämä ohjeistus voisi perustua esim. eurooppalaisiin, jo olemassa oleviin standardeihin.**

Kyllä
Ei
Muu kommentti

**Mikä olisi raportoinnin sopivin tiheys rahaston investointiperiodin aikana?**

Raportointi kuukausittain
Raportointi kvartaaleittain
Raportointi puolivuositteittain
Raportointi kerran vuodessa
Jokin muu, mikä



**Mitkä ovat tärkeimmät (max 5) tunnusluvut investointiperiodin aikana?**

Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expencc-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä

**Mikä olisi raportoinnin sopivin tiheys rahaston juoksuajan aikana?**

Raportointi kuukausittain
Raportointi kvartaaleittain
Raportointi puolivuositain
Raportointi kerran vuodessa
Jokin muu, mikä
Mitkä ovat tärkeimmät (max 5) tunnusluvut rahaston juoksuajan aikana?
Tilinpäätös
Tase
Nettotuotto (NOI)
Net asset value (NAV)
Salkun sisäinen korko (IRR)
Sijoitetun pääoman tuotto
Loan-to-value (LTV) ratio
Total-expencc-ratio (TER)
Koko salkun vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen vajaakäyttöaste
Kohdekohtainen kirjanpitoarvo
Kohdekohtainen käypä arvo
Kutsuttujen pääomien määrä
Kutsumattomien pääomien määrä
Jokin muu, mikä